



▲ 보험/증권  
Analyst 김고은  
02. 6454-4871  
goenkim@meritz.co.kr

# 보험

## 아직은 코로나 영향권

- ✓ 1분기 자가격리자 최대 수준, 4차 유행 우려 나타나고 있어 손해액에 영향
- ✓ 21년 상승이 전망되었던 자동차 손해율이 20년에 이어 하락할 가능성 있음
- ✓ 1Q21E 손해보험사 7,549억원(+154.5% QoQ, +41.7% YoY) 추정
- ✓ 1Q21E 생명보험사 9,624억원(+305.8% QoQ, +158.9% YoY) 추정
- ✓ Top pick 메리츠화재, 삼성생명 유지

### Overweight

#### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성생명(032830)	Buy	101,000원
메리츠화재(000060)	Buy	25,000원

#### 관심종목

종목	투자판단	적정주가
삼성화재(000810)	Buy	270,000원
DB손해보험(005830)	Buy	64,000원
현대해상(001450)	Buy	30,000원
미래에셋생명(085620)	Buy	4,800원
한화생명(088350)	Hold	3,000원
동양생명(082640)	Hold	4,800원
한화손해보험(000370)	Hold	4,100원

#### COVID-19 유행은 시가배당수익률에 영향

COVID-19 3차 유행으로 확진자 및 자가격리자 수가 1분기에 사상 최대 수준까지 증가했다. 백신 접종 진행되고 있으나 최근 감염재생산 지수가 1을 넘어가면서 4차 유행에 대한 우려가 나타나고 있어 손해액 증가 추세 억제되고 있다. 특히 자동차 보험료 증가 추세가 peak out 하고 있어 21년 손해율 상승을 전망하였으나 예상보다 장기화되고 있는 COVID-19 유행으로 20년에 이어 21년까지 손해율 개선세가 이어질 수 있다. COVID-19 유행에 대한 영향은 추세적인 요인이 아닌 단기 요인이나 대표적인 배당주인 보험사의 21년 시가배당률에 직접적인 영향을 줄 수 있다.

#### 1Q21 보험 산업 실적 전망

손해보험사 커버리지 기준 1Q21E 순이익은 7,549억원(+154.5% QoQ, +41.7% YoY)으로 추정한다. 지속되는 자동차 보험료 누적효과와 COVID-19 장기화로 인한 운행량 감소로 자동차 손해율 개선 추세가 이어지고 있다. 대면 영업의 어려움에도 손해보험사의 보장성 신계약 판매는 안정적으로 이어지는 모습이다. 생명보험사 커버리지 기준 1Q21E 순이익 9,624억원(+305.8% QoQ, +158.9% YoY)으로 추정한다. 위험손해율 하락하며 사차이익 증가할 전망이다. 금리 상승 및 주식 시장 호조가 이어지고 있어 변액보증준비금 부담이 없다. 삼성생명의 전자 배당의 인식될 예정이나 분기 유배당 계약자 손실규모에 따라 일부는 2분기 인식될 수 있다.

#### Top Pick: 메리츠화재, 삼성생명

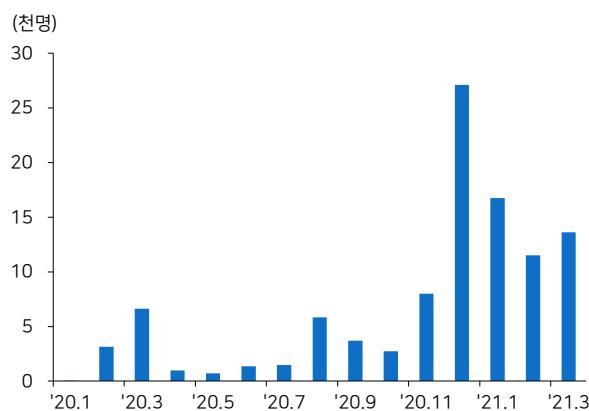
Top pick으로 메리츠화재 및 삼성생명 유지한다. 메리츠화재는 사업비율 및 운용 수익률이 정상화되고 있어 이익 체력 변화가 눈에 드러나고 있다. 신계약 성장, 원수보험료 성장으로 업종 내 가장 높은 시가배당률이 추정된다. 삼성생명은 금리 상승에 따른 보유계약 가치 증가 기대할 수 있으며 전자 지분 가치 변화에 따라 자기자본 규모에 영향이 있다. 다만, 즉시연금 관련 이슈로 충당금 발생할 수 있다

## COVID-19 유행은 시가배당수익률에 영향

지난 겨울부터 심화된 COVID-19 3차 유행으로 확진자 및 자가격리자 수가 1분기에 사상 최대 수준까지 증가했다. 확진자 수는 20년 12월을 최고점으로 감소하고 있으나 자가격리자는 2주간의 물리적 활동이 금지되기 때문에 1분기가 최대 규모였다. 백신 접종 진행되고 있으나 최근 감염재생산 지수가 1을 넘어가면서 4차 유행에 대한 우려가 나타나고 있어 손해액 증가 추세 억제되고 있다.

특히 자동차 보험료 증가 추세가 peak out 하고 있어 21년 손해율 상승을 전망하였으나 예상보다 장기화되고 있는 COVID-19 유행으로 20년에 이어 21년까지 손해율 개선세가 이어질 수 있다. COVID-19 유행에 대한 영향은 추세적인 요인이 아닌 단기 요인이나 대표적인 배당주인 보험사의 21년 실적 및 시가배당률에 직접적인 영향을 줄 수 있다.

그림1 월별 신규확진자 추이



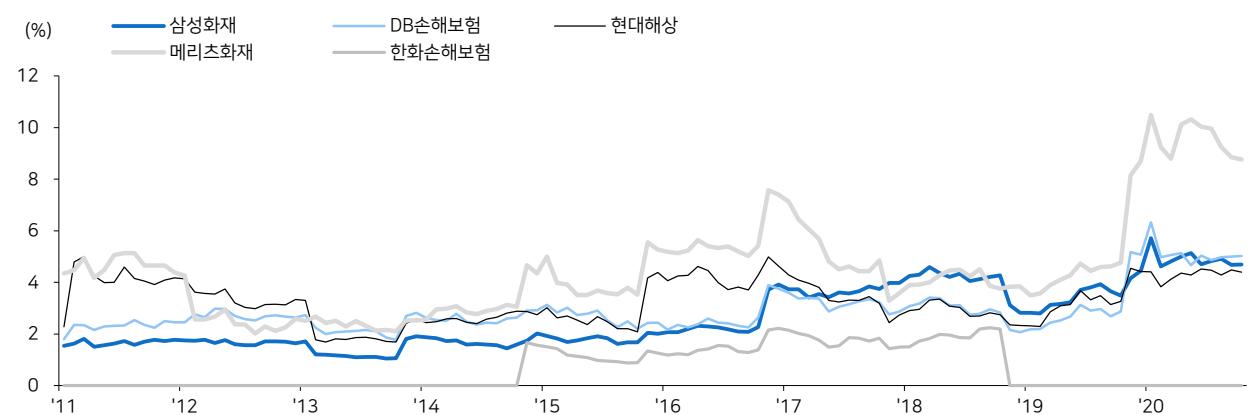
자료: 질병관리본부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신규확진자 및 자가격리자 추이



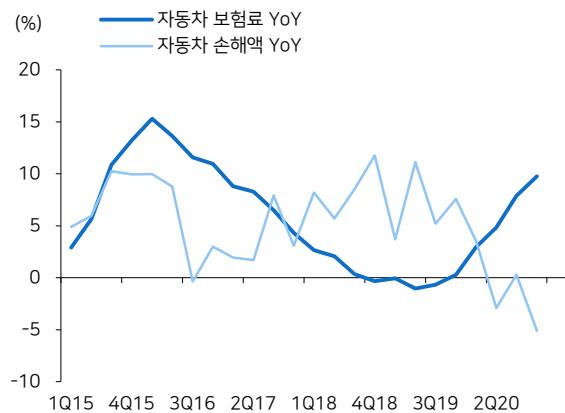
자료: 질병관리본부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 손해보험사 시가배당수익률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

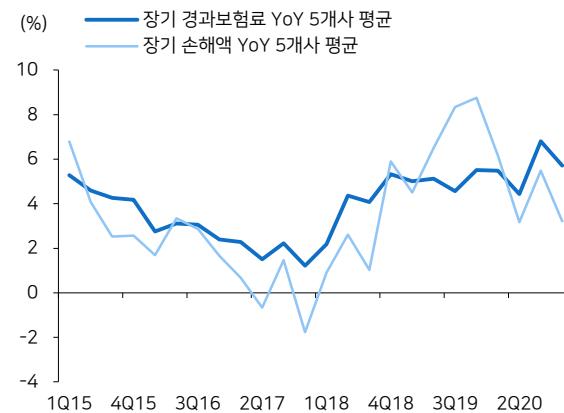
그림2 자동차 보험료 및 손해액 YoY



주: 커버리지 5개사 단순평균

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

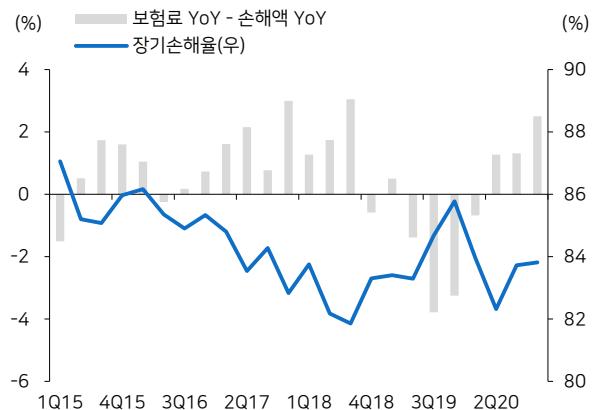
그림3 장기 보험료 및 손해액 YoY



주: 커버리지 5개사 단순평균

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

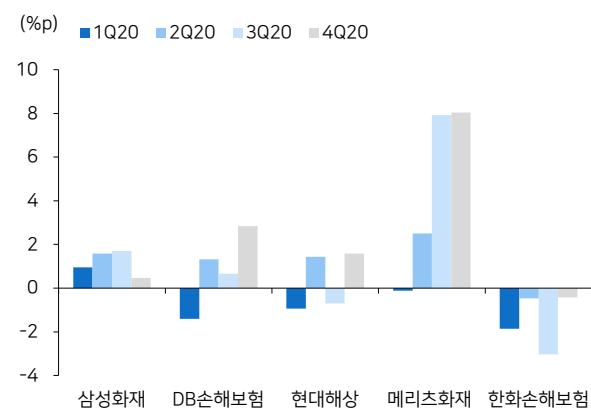
그림4 장기 보험료 및 손해액 성장을 차이



주: 커버리지 5개사 단순평균

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

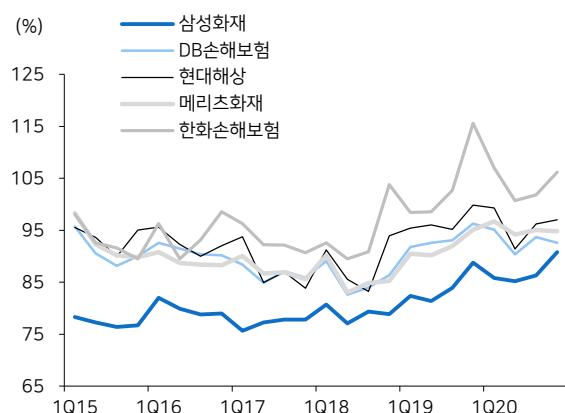
그림5 회사별 장기 보험료 및 손해액 성장을 차이



주: 장기보험료 YoY에서 장기손해액 YoY를 차감

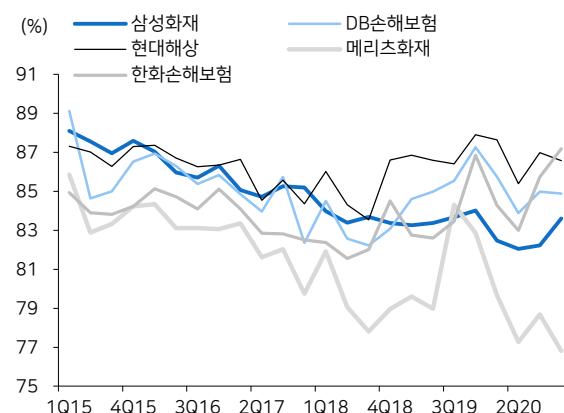
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 회사별 장기위험손해율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 회사별 장기손해율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## 1Q21 실적 전망

손해보험사 1Q21E 순이익  
7,549억원 전망

손해보험사 커버리지(삼성화재, DB손해보험, 현대해상, 메리츠화재, 한화손해보험) 기준 1Q21E 순이익은 7,549억원(+154.5% QoQ, +41.7% YoY)으로 추정한다. 지속되는 자동차 보험료 누적효과와 COVID-19 장기화로 인한 운행량 감소로 자동차 손해율 개선 추세가 이어지고 있다. 자가격리자 수가 최대 수준으로 증가해 지급보험금 청구 건에도 영향을 주고 있다. 다만, 대면 영업의 어려움에도 손해보험사의 보장성 신계약 판매는 안정적으로 이어지는 모습이다. 향후 COVID-19 4 차 유행이 나타나는 경우 자동차 손해율 개선 추세가 지속될 가능성 있다. 이는 추세적인 개선이 아닌 단기 이슈이나 추정되는 시가배당률을 높여 추가에는 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

생명보험사 1Q21E 순이익  
9,624억원 전망

생명보험사 커버리지(삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명) 기준 1Q21E 순이익 9,624억원(+305.8% QoQ, +158.9 YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향으로 위험손해율 하락하며 사차이익 증가할 전망이다. 금리 상승 및 주식 시장 호조가 이어지고 있어 변액보증준비금이 없는 점도 실적에 긍정적이다. 대규모 일회성 요인으로 삼성생명의 전자 배당의 인식될 예정이나 분기 유배당 계약자 손실 규모에 따라 일부는 2분기 인식될 수 있다.

Top pick으로 메리츠화재 및 삼성생명 유지한다. 메리츠화재는 사업비율 및 운용 수익률이 정상화되고 있어 이익 체력 변화가 눈에 드러나고 있다. 신계약 성장, 원수보험료 성장으로 업종 내 가장 높은 시가배당률이 추정된다. 삼성생명은 금리 상승에 따른 보유계약 가치 증가 기대할 수 있으며 전자 지분 가치 변화에 따라 자기자본 규모에 영향이 있다. 전자 지분 가치 10% 증가 하는 경우 동사의 자기 자본은 3~4% 증가하는 구조다. 향후 삼성그룹 상속, 지배구조 개편 등 모멘텀 남아있다. 다만, 즉시연금 관련 이슈로 충당금 발생할 수 있다.

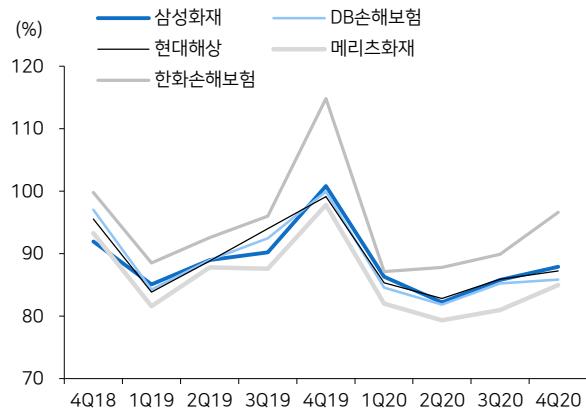
표1 커버리지 보험사 1Q21E Preview (순이익)

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
삼성화재	340.8	164.0	107.7	137.9	147.1	302.3	12.7
DB손해보험	152.8	137.6	11.0	60.2	153.8	143.2	6.7
현대해상	100.2	89.7	11.7	-8.6	흑전	88.1	13.7
메리츠화재	109.5	107.6	1.8	109.9	-0.3	105.0	4.3
한화손해보험	51.7	34.0	52.1	-2.8	흑전	54.0	-4.3
<b>손해보험 합계</b>	<b>754.9</b>	<b>532.9</b>	<b>41.7</b>	<b>296.6</b>	<b>154.5</b>	<b>692.6</b>	<b>9.0</b>
삼성생명(연결)	727.6	229.9	216.4	270.7	168.8	764.0	-4.8
한화생명	140.6	47.8	194.0	-44.4	흑전	117.7	19.5
동양생명	67.8	63.6	6.6	20.7	228.0	59.6	13.8
미래에셋생명	26.4	30.3	-12.7	-9.8	흑전	27.0	-2.1
<b>생명보험 합계</b>	<b>962.4</b>	<b>371.7</b>	<b>158.9</b>	<b>237.2</b>	<b>305.8</b>	<b>968.3</b>	<b>-0.6</b>

주: 삼성생명 제외 별도 기준

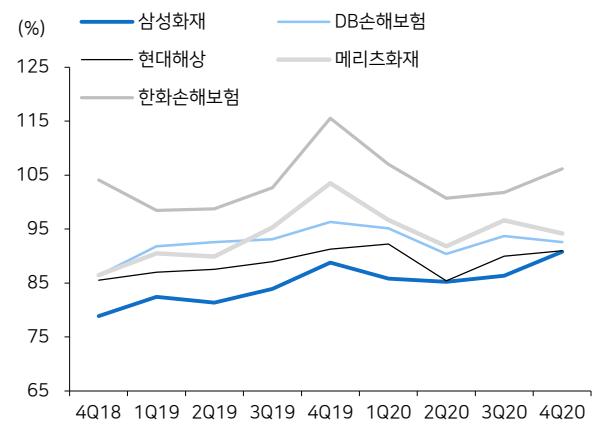
자료: 각 사, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 손해보험사 자동차 손해율 추이



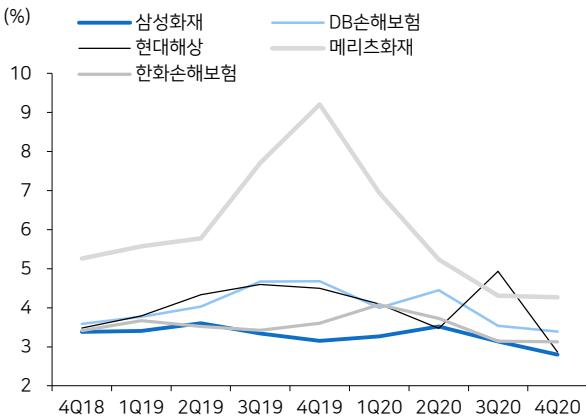
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 손해보험사 장기위험손해율 추이



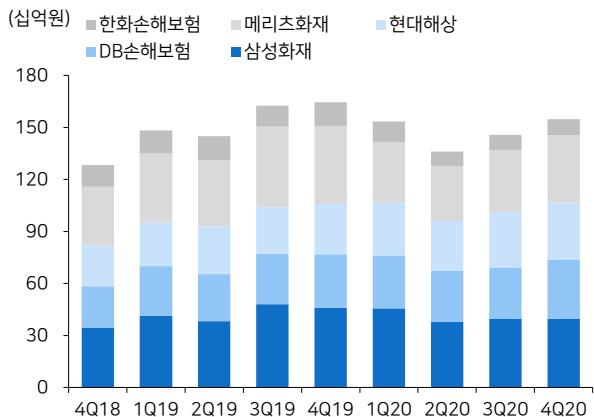
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 손해보험사 투자이익률 추이



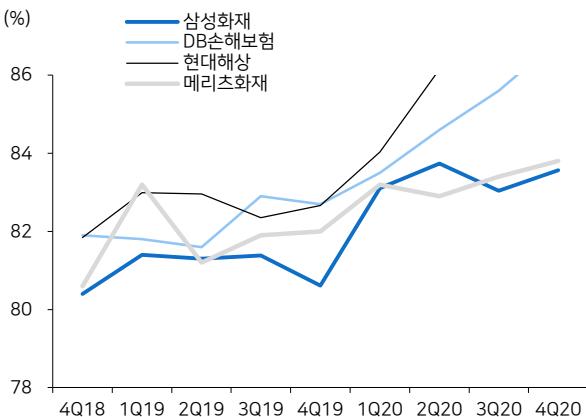
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 손해보험사 보장성 인보험 추이



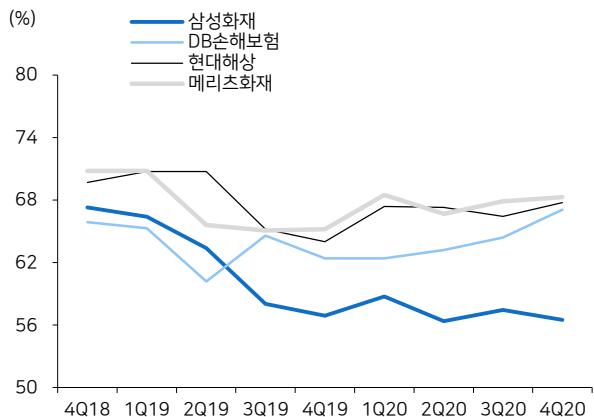
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 손해보험사 13회차 유지율 추이



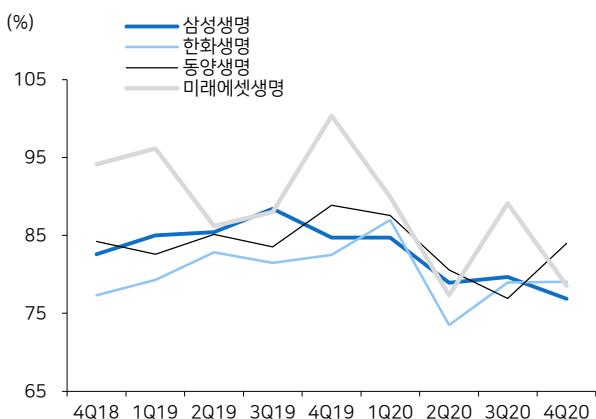
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 손해보험사 25회차 유지율 추이



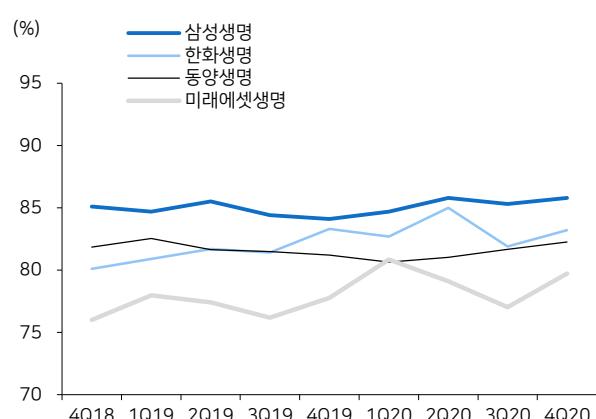
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 생명보험사 위험손해율 추이



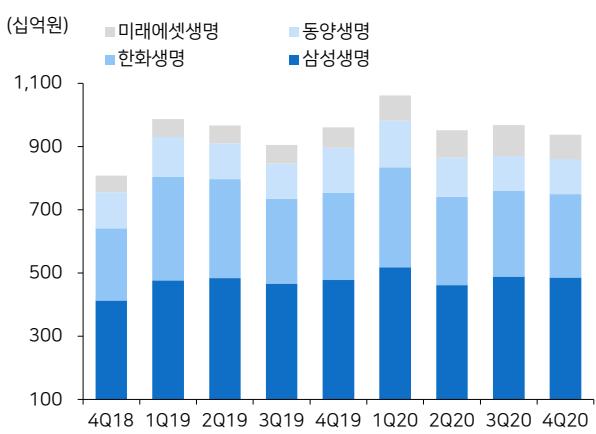
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 생명보험사 13회차 유지율 추이



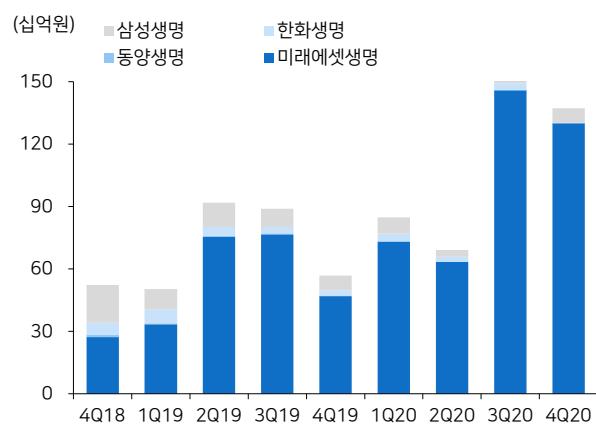
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 생명보험사 신계약 보장성 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생명보험사 변액보험 APE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표2 Valuation table

		삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	한화손해보험	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy
현재가 (4.13) (원)		190,500	46,200	23,250	18,550	4,425	76,000	3,230	4,425	4,040
적정주가 (원)		270,000	64,000	30,000	25,000	4,100	101,000	3,000	4,800	4,800
상승여력 (%)		41.7	38.5	29.0	34.8	-7.3	32.9	-7.1	8.5	18.8
당기순이익 (십억원)	2019	609.2	372.9	250.4	271.2	-61.0	977.4	114.6	149.5	100.0
	2020	766.8	502.2	306.1	433.4	88.4	1,265.8	196.9	128.6	92.1
	2021E	925.4	545.8	335.9	433.1	118.3	1,618.4	315.2	131.7	116.9
	2022E	903.7	554.4	356.1	481.4	121.2	1,348.7	296.7	125.6	124.3
ROE (%)	2019	4.6	7.0	6.0	11.5	-4.3	3.1	0.5	6.5	4.5
	2020	5.0	8.5	6.9	17.0	5.6	3.4	1.2	5.3	3.8
	2021E	5.6	8.6	7.1	15.6	6.7	3.8	2.4	4.6	6.0
	2022E	5.3	8.1	7.1	15.9	6.4	3.1	2.2	4.0	7.4
ROA (%)	2019	0.7	0.9	0.6	1.2	-0.3	0.6	0.3	0.2	0.2
	2020	0.9	1.1	0.6	1.8	0.5	0.3	0.1	0.5	0.3
	2021E	1.0	1.1	0.7	1.6	0.6	0.4	0.2	0.4	0.2
	2022E	0.9	1.1	0.7	1.7	0.6	0.5	0.2	0.4	0.3
BPS (원)	2019	334,216	90,379	49,905	21,822	10,337	198,619	13,311	16,676	14,683
	2020	381,979	100,994	53,325	22,638	12,747	233,310	13,241	17,631	14,865
	2021E	396,544	109,722	57,993	24,263	13,802	242,668	13,515	18,288	10,736
	2022E	409,287	118,492	62,210	27,188	14,877	247,378	13,768	18,879	11,414
EPS (원)	2019	14,615	5,891	2,845	2,432	-522	5,443	153	959	614
	2020	18,548	8,364	3,543	3,672	757	7,049	262	825	578
	2021E	22,303	9,090	3,983	3,670	1,014	9,012	419	845	763
	2022E	21,779	9,234	4,241	4,079	1,038	7,511	395	806	819
PBR (배)	2019	0.73	0.58	0.54	0.82	0.23	0.38	0.17	0.24	0.28
	2020	0.50	0.43	0.44	0.64	0.26	0.34	0.18	0.20	0.26
	2021E	0.48	0.42	0.40	0.76	0.28	0.31	0.24	0.24	0.38
	2022E	0.47	0.39	0.37	0.68	0.26	0.31	0.23	0.23	0.35
PER (배)	2019	16.7	8.9	9.5	7.3	-5.4	13.7	15.1	4.2	6.7
	2020	10.3	5.2	6.6	4.0	5.1	11.2	9.3	4.3	6.7
	2021E	8.5	5.1	5.8	5.0	4.4	8.4	7.7	5.2	5.3
	2022E	8.7	5.0	5.5	4.5	4.3	10.1	8.2	5.5	4.9
DPS (원)	2019	8,500	1,500	880	850	0	2,650	30	230	170
	2020	8,800	2,200	1,000	1,280	0	2,500	30	220	100
	2021E	11,617	2,315	1,111	1,285	152	3,301	48	225	132
	2022E	11,344	2,351	1,178	1,430	156	3,144	45	215	141
배당수익률 (%)	2019	3.5	2.9	3.3	4.8	0.0	3.6	1.3	5.7	4.1
	2020	4.6	5.0	4.3	8.8	0.0	3.2	1.2	6.2	2.6
	2021E	6.1	5.0	4.8	6.9	3.4	4.3	1.5	5.1	3.3
	2022E	6.0	5.1	5.1	7.7	3.5	4.1	1.4	4.8	3.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 메리츠화재 (000060)

Buy, TP 25,000원

1Q21E 순이익 1,095억원(-0.3% QoQ, +1.8% YoY)으로 추정한다. COVID-19 3차 유행이 장기화된 영향으로 자동차 손해율 및 장기 위험손해율 개선 추세가 지속될 전망이다. 보험료 누적효과 지속되는 반면 손해액 증가율이 4분기부터 큰 폭으로 감소하는 모습이다. 코로나 확진자는 지난 4분기 최고점을 찍었으나 자가격리자 수가 지연 반영되기 때문이다. 업계 2위 수준의 신계약 판매 규모 유지하고 있어 성장 지속되면서도 이연 한도 확보되어 추가상각 규모가 급격히 감소하고 있다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 25,000원으로 4.2% 상향 조정한다. 코로나 영향 장기화로 21년 EPS 6.3%, ROE 2.2%p 상향 조정했다. 20년 대비 큰 폭의 이익 성장을 예상하지는 않지만 높은 사업비율 및 운용수익률에 기반한 것이 아닌 보험 영업지표 정상화로 나타나는 이익이다. 신계약 성장, 원수보험료 성장에 따른 이익 성장 가시성을 높여가고 있다. 업계 최장 자산 드레이션을 보이고 있어 금리 상승에 따른 RBC 비율 민감도 크나 지난해 제3자배정 유상증자, 최근 2,000억원 후순위채 발행해 선제적으로 대응했다.

표3 메리츠화재 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	2,319.4	2,222.5	4.4	2,379.8	-2.5	2,234.0	3.8
보험영업이익	-58.4	-181.8	적지	-52.3	적지		
투자영업이익	209.5	335.1	-37.5	207.7	0.9		
영업이익	151.0	153.2	-1.4	155.4	-2.8	145.3	3.9
당기순이익	109.5	107.6	1.8	109.9	-0.3	105.0	4.3

자료: 메리츠화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	25,000원
이론주가	25,670원
2021년 BPS	27,188원
적정 PBR	0.94배
PBR Discount	-50.0%
이론 PBR	1.89배
2021년 ROE	15.9%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	8.9%
Beta	0.97
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

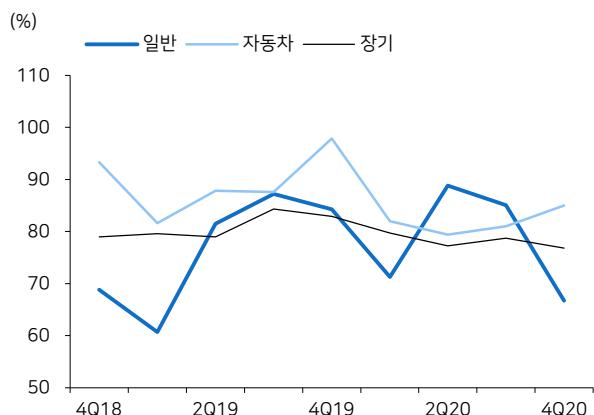
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	407.3	435.6	433.1	481.4	6.3	10.5
EPS (원)	3,451	3,691	3,670	4,079	6.3	10.5
BPS(원)	27,003	29,641	24,263	27,188	-10.1	-8.3
ROE (%)	13.4	13.0	15.6	15.9	2.2	2.9

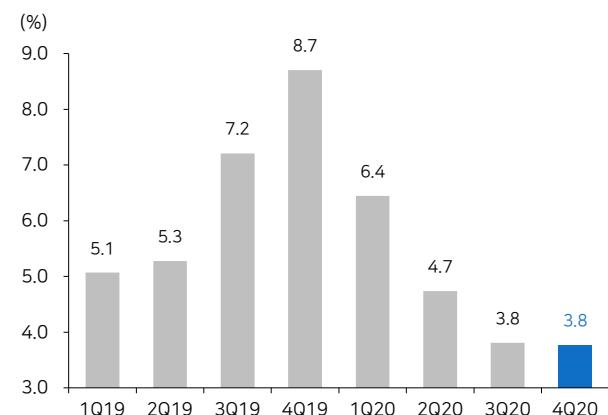
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 경과손해율 추이



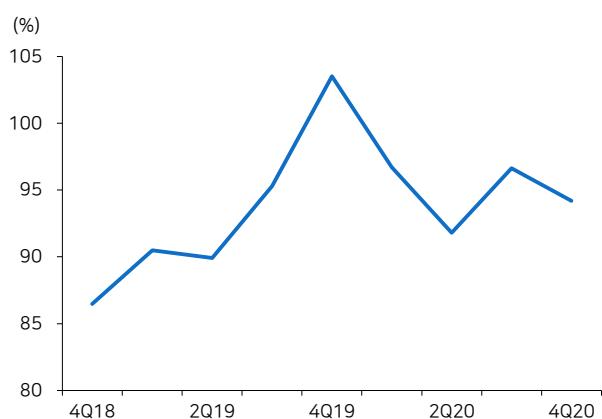
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림19 투자영업이익률 추이



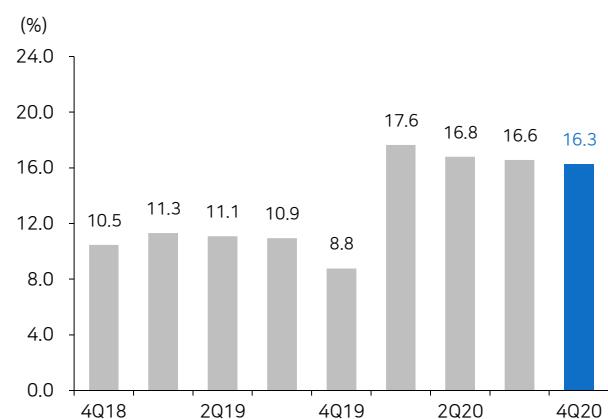
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림20 장기위험손해율 추이



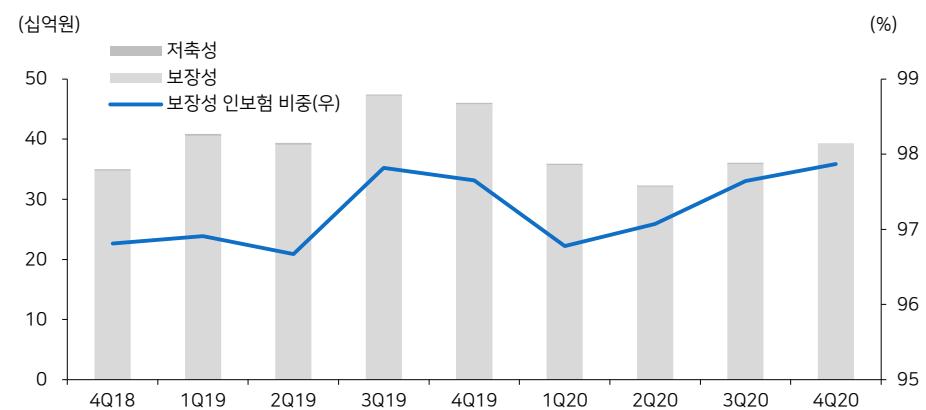
자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림21 ROE



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

그림22 장기보험 신계약 추이



자료: 메리츠화재, 메리츠증권 리서치센터

## 메리츠화재 (000060)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	8,032.3	9,151.2	9,678.7	10,358.7	11,054.3
일반	512.1	551.8	614.5	634.7	655.9
자동차	653.1	706.1	731.1	755.1	780.3
장기	6,867.1	7,893.3	8,333.0	8,969.0	9,618.1
보유보험료	7,605.8	8,361.7	8,964.3	9,503.3	10,165.6
경과보험료	7,676.1	8,543.3	9,129.0	9,737.0	10,399.2
일반	337.5	304.0	378.9	386.6	395.4
자동차	675.6	634.6	709.3	720.3	738.4
장기	6,581.6	7,604.8	8,040.8	8,630.0	9,265.5
경과손해액	6,226.8	6,695.6	7,167.4	7,721.2	8,264.0
일반	265.4	237.4	291.0	297.7	304.1
자동차	597.8	519.6	585.2	613.2	644.3
장기	5,363.5	5,938.6	6,291.3	6,810.4	7,315.6
순사업비	2,368.3	2,241.8	2,225.0	2,253.4	2,348.0
보험영업이익	-918.9	-394.0	-263.5	-237.6	-212.8
투자영업이익	1,297.2	1,005.1	861.9	902.1	939.1
영업이익	378.3	611.1	598.5	664.4	726.3
영업외손익	-4.2	-7.4	-7.1	-7.3	-7.4
세전순이익	374.1	603.7	591.3	657.1	718.9
법인세비용	102.9	170.3	158.2	175.8	192.3
당기순이익	271.2	433.4	433.1	481.4	526.6

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	23,136.9	25,280.5	27,683.5	30,365.5	33,236.8
운용자산	20,434.5	22,105.1	24,379.1	26,926.9	29,658.6
현예금 및 예치금	410.0	241.8	266.7	294.6	324.4
유가증권	13,615.7	13,780.8	15,198.4	16,786.8	18,489.8
주식	94.0	138.0	152.2	168.1	185.2
채권	8,543.1	9,225.1	10,174.1	11,237.4	12,377.4
대출채권	5,695.6	7,403.3	8,164.9	9,018.3	9,933.1
부동산	713.1	679.1	749.0	827.3	911.2
비운용자산	2,702.4	3,175.5	3,304.4	3,438.6	3,578.2
특별계정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	20,704.1	22,608.7	24,819.8	27,156.6	29,653.7
보험계약준비금	18,869.5	20,858.9	22,999.0	25,261.9	27,682.0
책임준비금	18,869.5	20,858.9	22,999.0	25,261.9	27,682.0
기타부채	1,834.6	1,749.8	1,820.8	1,894.8	1,971.7
특별계정부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,432.8	2,671.8	2,863.7	3,208.9	3,583.1
자본금	56.8	60.3	60.3	60.3	60.3
자본잉여금	504.9	601.4	601.4	601.4	601.4
이익잉여금	1,437.6	1,775.3	2,071.7	2,416.9	2,791.1
자본조정	-43.6	-49.6	-49.6	-49.6	-49.6
기타포괄손익누계액	477.1	179.8	179.8	179.8	179.8

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
경과손해율	81.1	78.4	78.5	79.3	79.5
일반	78.6	78.1	76.8	77.0	76.9
자동차	88.5	81.9	82.5	85.1	87.3
장기	81.5	78.1	78.2	78.9	79.0
사업비율	30.9	26.2	24.4	23.1	22.6
합산비율	112.0	104.6	102.9	102.4	102.0
투자영업이익률	6.7	4.7	3.7	3.5	3.3
<b>성장성</b>					
총자산	13.2	9.3	9.5	9.7	9.5
운용자산	11.9	8.2	10.3	10.5	10.1
자기자본	6.9	9.8	7.2	12.1	11.7
원수보험료	13.4	13.9	5.8	7.0	6.7
경과보험료	14.0	11.3	6.9	6.7	6.8
순이익	4.3	59.8	-0.1	11.1	9.4

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	2,432	3,672	3,670	4,079	4,462
BPS	21,822	22,638	24,263	27,188	30,359
DPS	850	1,280	1,285	1,430	1,564
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	7.3	4.0	5.0	4.5	4.1
PBR	0.82	0.64	0.76	0.68	0.61
<b>수익성</b>					
ROE	11.5	17.0	15.6	15.9	15.5
ROA	1.2	1.8	1.6	1.7	1.7
<b>배당지표</b>					
배당성향	34.9	35.1	35.0	35.1	35.0
배당수익률	4.8	8.8	6.9	7.7	8.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	951	946	967	946	928
보유보험료/자기자본	313	313	313	296	284

## 삼성화재 (000810)

Buy, TP 270,000원

1Q21E 순이익 3,408억원(+147.1% QoQ, +107.7% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화 영향으로 자동차 손해율이 큰 폭으로 하락할 전망이다. 위험 손해율도 소폭 개선 추정된다. 대면 영업이 어려워져 장기 보장성 신계약 판매가 감소해 사업비율 역시 하락이 전망된다. 보유한 삼성전자 특별배당이 1,400억원 인식될 예정이며 1월 주식시장 호조로 일부 주식 매각이 발생해 보험효율 및 운용 수익률이 모두 개선되는 점이 실적 호조의 주요 원인이다.

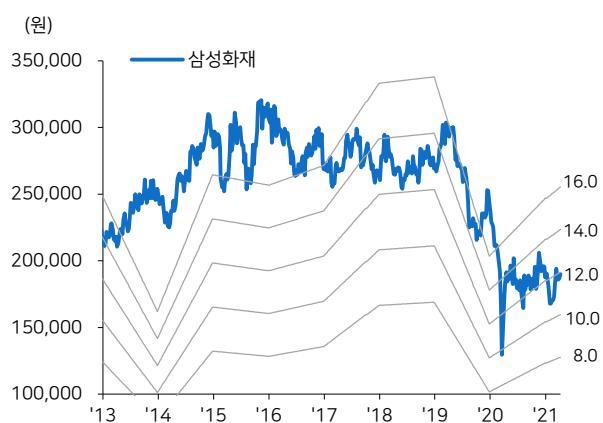
투자의견 Buy 및 적정주가 270,000원을 유지한다. COVID-19 장기화로 자동차 손해율 및 위험손해율의 개선세가 이어지고 있다. 50%의 배당성향을 가져갈 계획으로 COVID-19 장기화 될 경우 시가배당률이 상승할 수 있다. 타 보험사 대비 자산 드레이션이 짧아 금리 상승에 따른 RBC 비율 민감도가 적다. 텐센트와의 JV 설립으로 중국 온라인 보험 시장에 진출하는 점 중장기 성장 동력이 될 가능성 높다고 판단한다.

표3 삼성화재 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	4,981.6	4,860.6	2.5	4,830.1	3.1	4,721.0	5.5
보험영업이익	-202.4	-240.9	적지	-232.9	적지		
투자영업이익	684.2	493.1	38.8	434.0	57.6		
영업이익	481.8	252.2	91.0	201.2	139.5	444.3	8.4
당기순이익	340.8	164.0	107.7	137.9	147.1	302.3	12.7

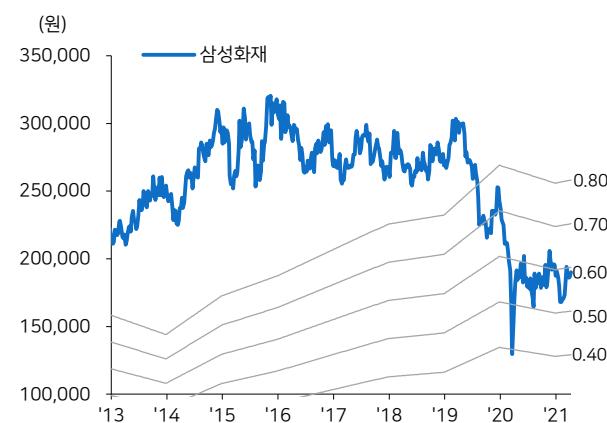
자료: 삼성화재, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림23 삼성화재 PER 밴드



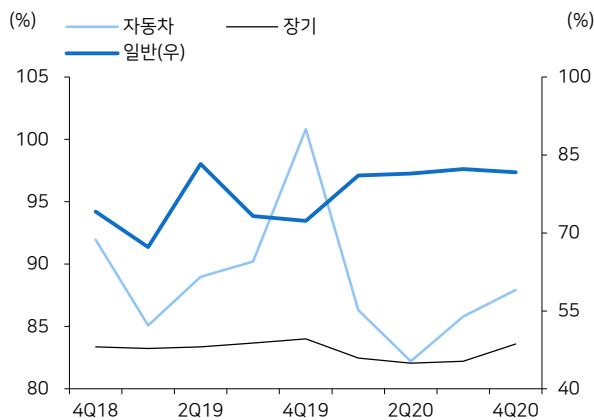
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 삼성화재 PBR 밴드



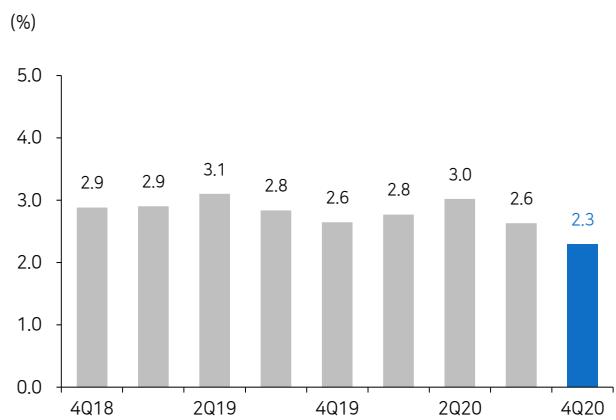
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림25 경과손해율 추이



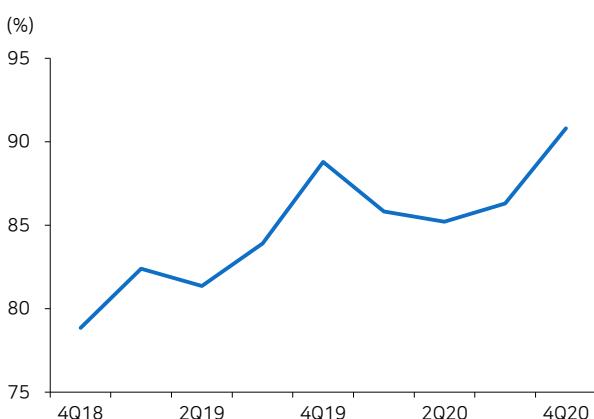
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림26 투자영업이익률 추이



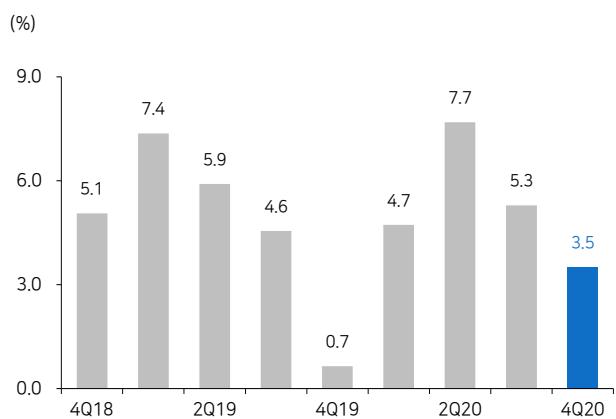
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림27 장기위험손해율 추이



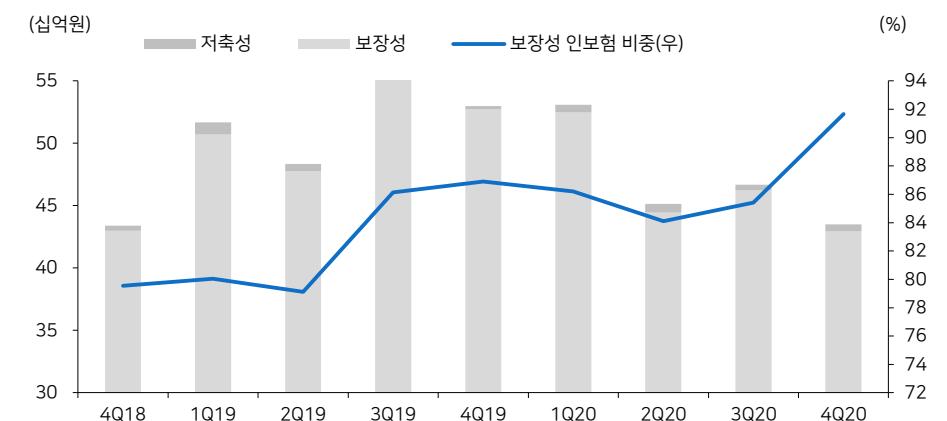
자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림28 ROE



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

그림29 장기보험 신계약 추이



자료: 삼성화재, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성화재 (000810)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	18,839.3	19,548.5	20,739.0	21,367.7	22,030.3
일반	1,463.5	1,548.9	1,855.0	1,916.7	1,981.5
자동차	5,137.1	5,784.7	5,887.5	6,080.0	6,283.2
장기	12,238.7	12,214.8	12,996.5	13,370.9	13,765.6
보유보험료	18,399.8	18,865.2	20,127.7	20,716.5	21,369.6
경과보험료	18,003.2	18,435.8	19,701.6	20,316.2	20,945.6
일반	1,537.8	1,563.2	1,882.2	1,949.6	2,016.1
자동차	4,642.3	5,157.3	5,350.2	5,543.2	5,727.4
장기	11,823.2	11,719.5	12,469.2	12,823.4	13,202.1
경과손해액	15,265.6	15,370.0	16,503.8	17,048.7	17,547.7
일반	1,140.4	1,276.2	1,539.1	1,594.4	1,648.7
자동차	4,243.1	4,415.3	4,610.3	4,803.1	4,944.0
장기	9,882.1	9,678.5	10,354.4	10,651.3	10,955.1
순사업비	3,814.1	3,890.7	4,123.6	4,234.7	4,284.4
보험영업이익	-1,076.5	-824.8	-925.8	-967.3	-886.6
투자영업이익	1,990.9	1,952.3	2,255.3	2,267.2	2,302.1
영업이익	914.4	1,127.5	1,329.6	1,299.9	1,415.5
영업외손익	-95.4	-83.2	-66.2	-66.2	-66.2
세전순이익	819.0	1,044.3	1,263.4	1,233.7	1,349.2
법인세비용	209.8	282.0	337.9	330.0	360.9
당기순이익	609.2	766.8	925.4	903.7	988.3

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	84,436.9	91,721.0	94,644.7	97,497.3	101,007.2
운용자산	71,391.5	77,375.1	79,716.3	81,962.8	84,841.9
현예금 및 예치금	1,299.1	1,666.5	1,717.0	1,765.4	1,827.4
유가증권	45,874.2	49,156.6	50,644.0	52,071.1	53,900.3
주식	9,607.1	12,555.7	12,935.6	13,300.1	13,767.3
채권	31,798.2	31,739.7	32,700.1	33,621.6	34,802.6
대출채권	23,457.2	25,830.8	26,612.4	27,362.3	28,323.5
부동산	760.9	721.2	743.0	763.9	790.8
비운용자산	4,719.4	3,167.4	3,296.0	3,429.8	3,569.1
특별계정자산	8,326.0	11,178.5	11,632.3	12,104.7	12,596.2
부채총계	70,229.5	75,483.2	77,787.8	80,098.7	82,490.3
보험계약준비금	57,866.4	59,565.5	61,223.8	62,862.1	64,553.9
책임준비금	57,866.4	59,565.5	61,223.8	62,862.1	64,553.9
기타부채	4,037.1	4,739.2	4,931.7	5,131.9	5,340.3
특별계정부채	8,326.0	11,178.5	11,632.3	12,104.7	12,596.2
자본총계	14,207.4	16,237.8	16,856.9	17,398.6	18,516.9
자본금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	939.2	939.2	939.2	939.2	939.2
이익잉여금	8,950.0	9,355.5	9,903.6	10,445.3	11,563.6
자본조정	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5	-1,483.5
기타포괄손익누계액	5,775.2	7,400.1	7,471.1	7,471.1	7,471.1

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
경과손해율	84.8	83.4	83.8	83.9	83.8
일반	74.2	81.6	81.8	81.8	81.8
자동차	91.4	85.6	86.2	86.6	86.3
장기	83.6	82.6	83.0	83.1	83.0
사업비율	21.2	21.1	20.9	20.8	20.5
합산비율	106.0	104.5	104.7	104.8	104.2
투자영업이익률	2.9	2.6	2.9	2.8	2.8
<b>성장성</b>					
총자산	6.9	8.6	3.2	3.0	3.6
운용자산	7.0	8.4	3.0	2.8	3.5
자기자본	15.6	14.3	3.8	3.2	6.4
원수보험료	3.3	3.8	6.1	3.0	3.1
경과보험료	1.7	2.4	6.9	3.1	3.1
순이익	-42.4	25.9	20.7	-2.4	9.4

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	14,615	18,548	22,303	21,779	23,760
BPS	334,216	381,979	396,544	409,287	435,594
DPS	8,500	8,800	11,617	11,344	13,152
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	16.7	10.3	8.5	8.7	8.0
PBR	0.73	0.50	0.48	0.47	0.44
<b>수익성</b>					
ROE	4.6	5.0	5.6	5.3	5.5
ROA	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0
<b>배당지표</b>					
배당성향	54.9	43.6	50.0	50.0	53.0
배당수익률	3.5	4.6	6.1	6.0	6.9
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	594	565	561	560	545
보유보험료/자기자본	130	116	119	119	115

## DB손해보험 (005830)

Buy, TP 64,000원

1Q21E 순이익 1,528억원(+153.8% QoQ, +11.0% YoY)으로 추정한다. COVID-19 영향 장기화되며 자동차 손해율 및 위험손해율 개선이 이어지고 있다. 3년 갱신 실손 보험 중 60%가 갱신 시기 도래해 연간 위험보험료가 1,100억원 추가 유입될 예정이다. 또한 손해율 변동성이 적은 운전자보험 판매 늘어나고 있어 업종 내 위험손해율 개선폭이 클 가능성 있다. 20년 기준 운전자 보험 판매 금액이 보장성 신계약 중 30%를 차지하고 있다. 수익성 위주의 신계약 판매 기조 유지할 계획이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 64,000원을 유지한다. 3년 만기 실손 보험의 갱신주기가 도래하고 있으며 운전자보험 판매비중이 높은 점 긍정적이다. COVID-19 추이에 따라 자동차 손해율 하락 추세가 지속될 가능성이 있다. 3년 만기 실손보험의 갱신주기가 도래하고 있어 위험손해율 안정화 기대된다. 운전자보험 판매 비중 커 중장기 위험손해율 안정화 및 IFRS17 도입에 긍정적인 영향 기대된다.

표4 DB손해보험 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,450.2	3,367.3	2.5	3,635.1	-5.1	3,251.3	6.1
보험영업이익	-91.0	-146.3	적지	-191.1	적지		
투자영업이익	301.1	324.8	-7.3	281.3	7.0		
영업이익	210.1	178.6	17.6	90.2	132.9	197.4	6.4
당기순이익	152.8	137.6	11.0	60.2	153.8	143.2	6.7

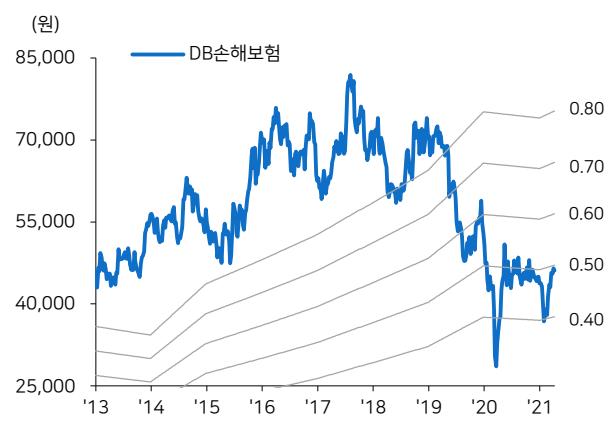
자료: DB손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림30 DB손해보험 PER 밴드



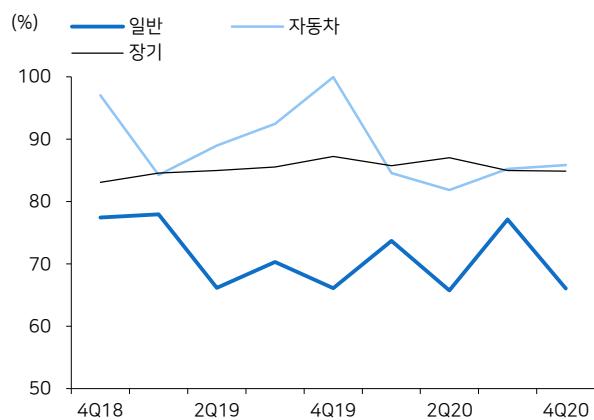
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 DB손해보험 PBR 밴드



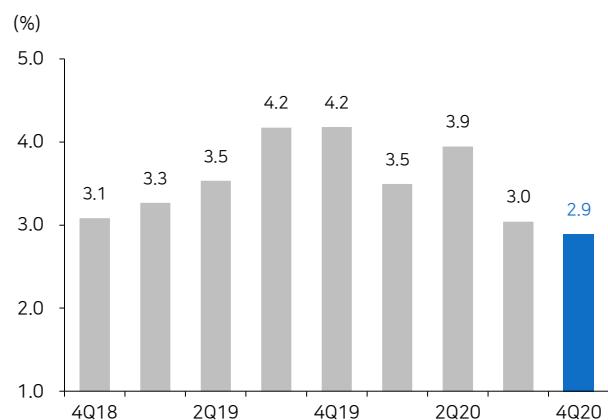
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 경과손해율 추이



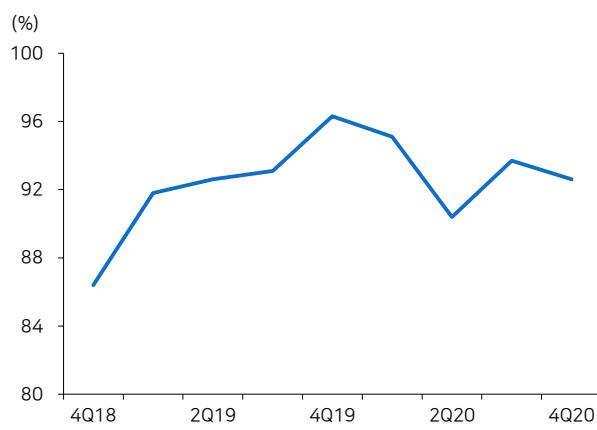
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림33 투자영업이익률 추이



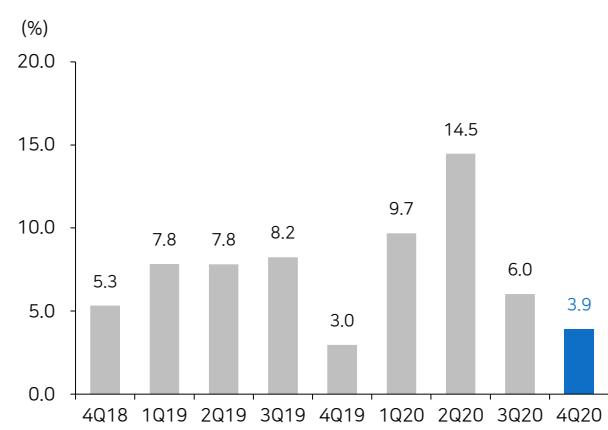
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림34 장기위험손해율 추이



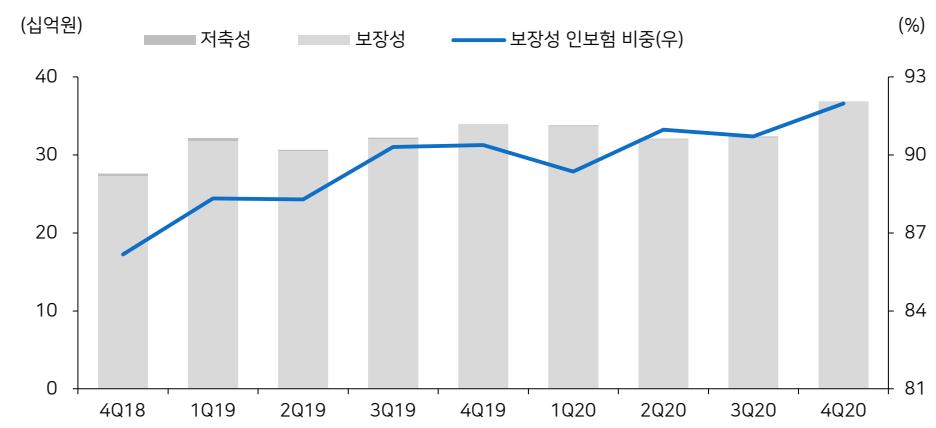
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림35 ROE



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림36 장기보험 신계약 추이



자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

## DB 손해보험 (005830)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	13,027.0	14,069.9	14,364.0	14,783.7	15,225.9
일반	1,124.3	1,284.3	1,412.1	1,458.9	1,508.0
자동차	3,508.2	4,067.8	3,949.9	4,079.1	4,215.4
장기	8,394.6	8,717.7	9,002.0	9,245.8	9,502.5
보유보험료	12,114.8	13,035.4	13,307.3	13,696.8	14,101.6
경과보험료	11,879.5	12,670.5	12,939.5	13,321.3	13,715.7
일반	677.1	794.2	898.1	929.7	960.5
자동차	3,101.0	3,520.2	3,428.2	3,548.1	3,666.1
장기	8,101.4	8,356.0	8,613.2	8,843.4	9,089.1
경과손해액	10,241.7	10,626.1	10,828.9	11,174.7	11,506.8
일반	466.6	561.3	609.7	639.5	661.7
자동차	2,840.4	2,972.2	2,888.5	3,009.1	3,109.3
장기	6,934.7	7,092.5	7,330.7	7,526.2	7,735.8
순사업비	2,485.3	2,583.6	2,592.1	2,697.4	2,773.9
보험영업이익	-856.4	-590.4	-481.5	-550.8	-565.0
투자영업이익	1,368.7	1,273.7	1,234.7	1,314.9	1,364.4
영업이익	512.3	683.3	753.2	764.1	799.3
영업외손익	-7.3	-4.8	-8.1	-7.2	-7.7
세전순이익	505.1	678.5	745.1	756.9	791.6
법인세비용	132.2	176.3	199.3	202.5	211.8
당기순이익	372.9	502.2	545.8	554.4	579.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	43,666.8	47,124.3	49,684.8	52,338.7	55,084.4
운용자산	36,974.2	38,935.8	41,163.8	43,471.7	45,857.4
현예금 및 예치금	425.7	295.4	312.4	329.9	348.0
유가증권	24,449.4	25,549.8	27,011.9	28,526.3	30,091.8
주식	950.0	1,173.2	1,240.3	1,309.9	1,381.8
채권	9,011.0	9,167.6	9,692.2	10,235.6	10,797.3
대출채권	10,956.7	11,945.2	12,628.7	13,336.8	14,068.7
부동산	1,142.4	1,145.3	1,210.9	1,278.7	1,348.9
비운용자산	3,255.4	3,621.8	3,768.9	3,921.9	4,081.1
특별계정자산	3,437.2	4,566.7	4,752.1	4,945.1	5,145.9
부채총계	37,946.0	41,060.2	43,096.7	45,224.0	47,417.2
보험계약준비금	32,512.0	34,288.3	36,080.4	37,922.8	39,819.6
책임준비금	32,512.0	34,288.3	36,080.4	37,922.8	39,819.6
기타부채	1,976.6	2,175.8	2,264.2	2,356.1	2,451.8
특별계정부채	3,457.4	4,596.1	4,752.1	4,945.1	5,145.9
자본총계	5,720.8	6,064.0	6,588.1	7,114.7	7,667.2
자본금	35.4	35.4	35.4	35.4	35.4
자본잉여금	37.9	37.9	37.9	37.9	37.9
이익잉여금	4,535.9	4,943.0	5,467.0	5,993.6	6,546.1
자본조정	1,111.6	1,047.8	1,047.8	1,047.8	1,047.8

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
경과손해율	86.2	83.9	83.7	83.9	83.9
일반	68.9	70.7	67.9	68.8	68.9
자동차	91.6	84.4	84.3	84.8	84.8
장기	85.6	84.9	85.1	85.1	85.1
사업비율	20.9	20.4	20.0	20.2	20.2
합산비율	107.1	104.3	103.7	104.1	104.1
투자영업이익률	3.8	3.4	3.1	3.1	3.1
<b>성장성</b>					
총자산	9.8	7.9	5.4	5.3	5.2
운용자산	7.6	5.3	5.7	5.6	5.5
자기자본	16.5	6.0	8.6	8.0	7.8
원수보험료	4.6	8.0	2.1	2.9	3.0
경과보험료	2.5	6.7	2.1	3.0	3.0
순이익	-27.6	34.7	8.7	1.6	4.6

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	5,891	8,364	9,090	9,234	9,657
BPS	90,379	100,994	109,722	118,492	127,693
DPS	1,500	2,200	2,315	2,351	2,459
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	8.9	5.2	5.1	5.0	4.8
PBR	0.58	0.43	0.42	0.39	0.36
<b>수익성</b>					
ROE	7.0	8.5	8.6	8.1	7.8
ROA	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>배당지표</b>					
배당성향	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
배당수익률	2.9	5.0	5.0	5.1	5.3
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	763	777	754	736	718
보유보험료/자기자본	212	215	202	193	184

## 현대해상 (001450)

Buy, TP 30,000원

1Q21E 순이익 1,002억원(흑전 QoQ, +11.7% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화된 영향으로 자동차 손해율 및 장기위험손해율이 전년 동기 대비 개선될 전망이다. 보장성 신계약 판매 견조하게 유지되고 있어 소폭의 사업비율 하락 또한 예상된다. 보험 효율이 개선되고 금리 상승하고 있어 운용수익률은 3.0%로 하락 추정했다.

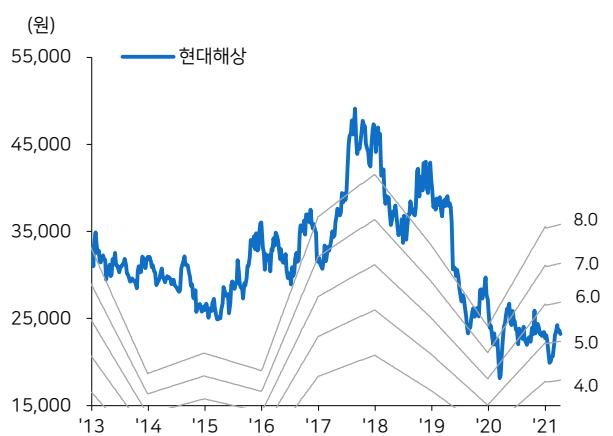
투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원을 유지한다. COVID-19 영향이 장기화 되는 점이 실적에 주요 변수다. COVID-19 추세에 따라 손해율 방향성에 영향 있을 수 있으나 상반기에는 견조한 흐름이 기대된다. 자회사형 GA '마이금융파트너'가 출범할 예정이다. 생명보험업계의 제판분리 트렌드와는 달리 외부 충원을 통해 설계사 확보할 계획이다. 동사의 브랜드에 의존하지 않는 독립판매사 설립에 대해 긍정적으로 평가한다. 20년 기준 RBC비율 190% 수준이며 금리가 상승하고 있어 향후 부담으로 작용할 수 있으나 보완자본 발행으로 대응 가능한 수준이다.

표5 현대해상 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,556.4	3,470.9	2.5	3,702.3	-3.9	3,276.7	8.5
보험영업이익	-164.4	-217.6	적지	-234.0	적지		
투자영업이익	309.3	350.2	-11.7	240.7	28.5		
영업이익	145.0	132.6	9.4	6.7	2,059.4	126.7	14.4
당기순이익	100.2	89.7	11.7	-8.6	흑전	88.1	13.7

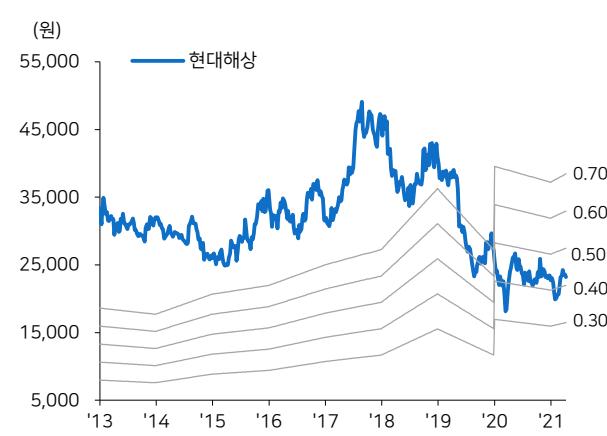
자료: 현대해상, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림37 현대해상 PER 빔드



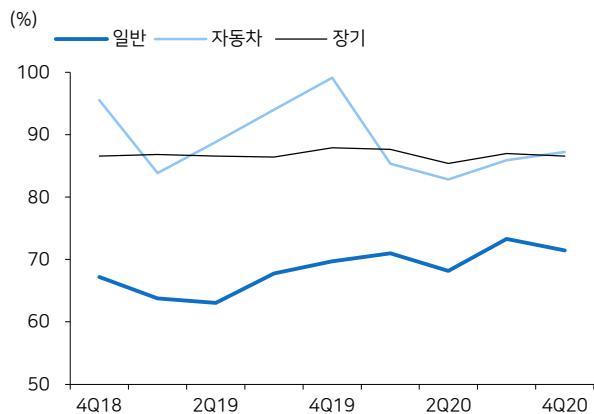
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림38 현대해상 PBR



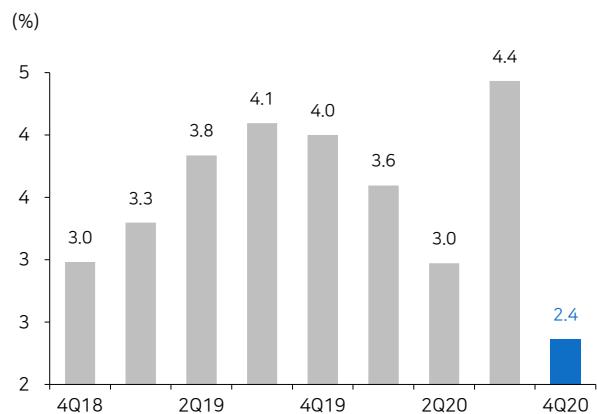
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림39 경과손해율 추이



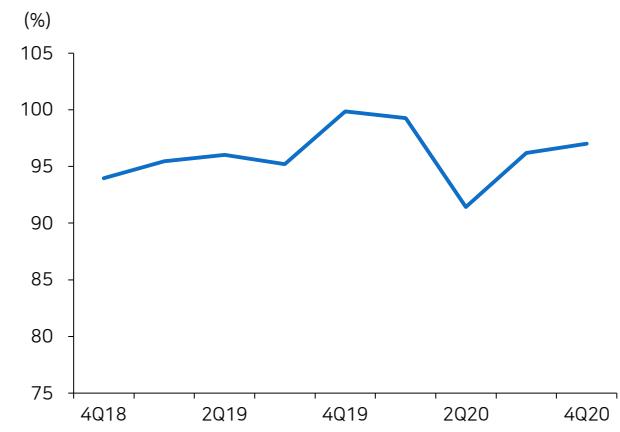
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림40 투자영업이익률 추이



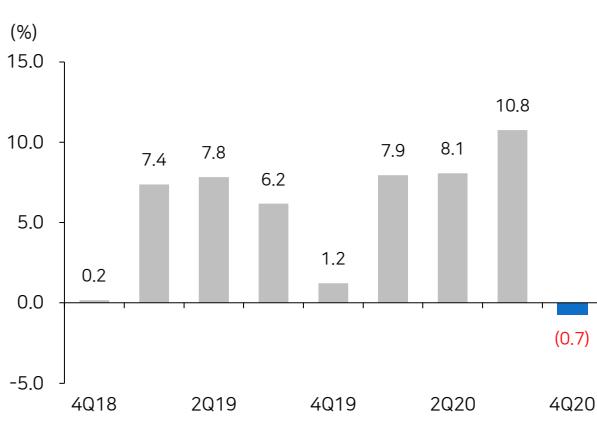
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림41 장기위험손해율 추이



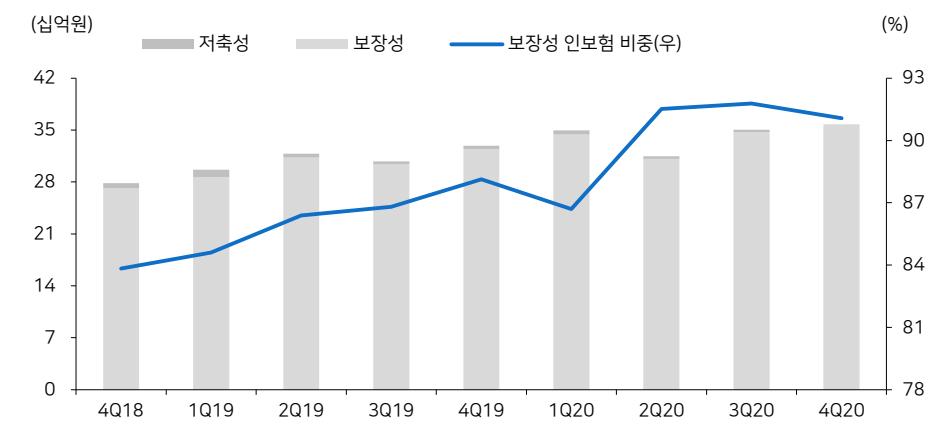
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림42 ROE



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림43 장기보험 신계약 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

## 현대해상 (001450)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	13,417.4	14,410.4	14,786.5	15,204.0	15,634.1
일반	1,155.6	1,273.0	1,444.4	1,492.2	1,542.4
자동차	3,565.3	4,088.1	3,995.5	4,126.1	4,264.0
장기	8,694.6	9,047.8	9,346.6	9,585.7	9,827.7
보유보험료	12,270.6	13,160.1	13,442.3	13,828.1	14,211.6
경과보험료	12,060.6	12,836.9	13,124.4	13,499.3	13,872.5
일반	498.9	552.6	634.3	659.1	680.3
자동차	3,240.3	3,593.2	3,520.3	3,638.6	3,757.8
장기	8,321.4	8,691.0	8,969.8	9,201.6	9,434.4
경과손해액	10,533.6	10,991.7	11,196.2	11,569.8	11,878.2
일반	330.6	392.4	434.3	452.3	470.4
자동차	2,968.2	3,068.4	2,997.3	3,129.2	3,208.4
장기	7,234.7	7,530.8	7,764.6	7,988.3	8,199.4
순사업비	2,573.9	2,701.2	2,738.6	2,747.8	2,859.5
보험영업이익	-1,046.8	-856.0	-810.5	-818.3	-865.2
투자영업이익	1,430.1	1,335.0	1,300.7	1,335.5	1,400.2
영업이익	383.2	479.0	490.2	517.2	535.0
영업외손익	-35.0	-34.3	-31.6	-31.0	-31.1
세전순이익	348.3	444.7	458.6	486.2	503.9
법인세비용	97.8	138.6	122.7	130.1	134.8
당기순이익	250.4	306.1	335.9	356.1	369.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	45,825.8	48,820.3	53,060.8	55,912.6	58,851.4
운용자산	38,500.9	40,696.7	44,607.3	47,115.9	49,697.5
현예금 및 예치금	976.8	995.8	1,091.5	1,152.9	1,216.1
유가증권	25,571.8	27,258.3	29,877.6	31,557.8	33,286.9
주식	1,182.0	1,315.1	1,441.5	1,522.6	1,606.0
채권	13,081.8	13,756.5	15,078.4	15,926.3	16,798.9
대출채권	10,881.2	11,546.9	12,656.5	13,368.3	14,100.7
부동산	1,071.1	895.6	981.7	1,036.9	1,093.7
비운용자산	3,848.8	4,061.1	4,226.0	4,397.6	4,576.1
특별계정자산	3,476.1	4,062.6	4,227.5	4,399.2	4,577.8
부채총계	41,348.3	44,070.2	48,015.0	50,536.1	53,134.3
보험계약준비금	35,343.2	37,310.2	39,430.5	41,603.1	43,838.5
책임준비금	35,343.2	37,310.2	39,430.5	41,603.1	43,838.5
기타부채	3,442.4	4,187.0	4,357.0	4,533.9	4,718.0
특별계정부채	3,476.1	4,062.6	4,227.5	4,399.2	4,577.8
자본총계	4,477.5	4,750.2	5,045.8	5,376.5	5,717.1
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.1	113.2	113.2	113.2	113.2
이익잉여금	3,137.7	3,411.8	3,728.2	4,058.8	4,399.4
자본조정	-37.5	-45.0	-65.7	-65.7	-65.7
기타포괄손익누계액	720.2	727.2	727.2	727.2	727.2

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
경과손해율	87.3	85.6	85.3	85.7	85.6
일반	66.3	71.0	68.5	68.6	69.2
자동차	91.6	85.4	85.1	86.0	85.4
장기	86.9	86.7	86.6	86.8	86.9
사업비율	21.3	21.0	20.9	20.4	20.6
합산비율	108.7	106.7	106.2	106.1	106.2
투자영업이익률	3.8	3.4	3.0	2.9	2.9
<b>성장성</b>					
총자산	4.8	6.5	8.7	5.4	5.3
운용자산	7.5	5.7	9.6	5.6	5.5
자기자본	8.8	6.1	6.2	6.6	6.3
원수보험료	3.4	7.4	2.6	2.8	2.8
경과보험료	2.5	6.4	2.2	2.9	2.8
순이익	-30.2	22.2	9.7	6.0	3.6

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	2,845	3,543	3,983	4,241	4,406
BPS	49,905	53,325	57,993	62,210	66,554
DPS	880	1,000	1,111	1,178	1,221
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	9.5	6.6	5.8	5.5	5.3
PBR	0.54	0.44	0.40	0.37	0.35
<b>수익성</b>					
ROE	6.0	6.9	7.1	7.1	6.8
ROA	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
<b>배당지표</b>					
배당성향	28.0	25.9	25.9	25.9	25.9
배당수익률	3.3	4.3	4.8	5.1	5.3
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	1,023	1,028	1,052	1,040	1,029
보유보험료/자기자본	274	277	266	257	249

## 한화손해보험 (000370)

Hold, TP 4,100원

1Q21E 순이익 517억원(흑전 QoQ, +52.1% YoY)으로 추정한다. COVID-19의 3차 유행으로 분기 확진자 및 자가격리자가 최고 수준까지 증가해 자동차 및 장기 손해액 증가 추세를 억제하고 있다. 경영관리 지정으로 지난해 실손보험료 인상률이 50% 이상 상회했으며 21년에는 업계와 유사한 수준의 인상률을 결정했다. 5년 간의 비중이 높은 동사의 간접 스케줄에 따라 위험보험료 증가할 수 있어 긍정적으로 평가한다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 4,100원으로 13.9% 상향 조정한다. 원수 보험료 기준 자동차 보험료 비중 2위권사 대비 적으나 장기 부문 체력이 약해 자동차 손해율 사이클에 민감하다. COVID-19 영향 장기화 되며 자동차 손해율 개선세가 지속되고 있어 21E 순이익 및 ROE를 100.2%, 3.4%p 상향 조정한다. 다만, 대주주 적격성 이슈로 한화자산운용과의 캐롯손해보험 주식처분 계약이 해제되어 당분간 RBC비율 부담이 발생할 가능성 있다. 실손보험료 인상 및 4차 실손 도입에 따라 과도한 보험료 인상이 부담스러운 우량 계약자들에 한해 신실손으로 전환을 시도할 수 있다.

표6 한화손해보험 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	1,582.5	1,498.8	5.6	1,531.9	3.3	1,177.0	34.5
보험영업이익	-50.2	-98.8	적지	-112.5	적지		
투자영업이익	123.9	144.4	-14.2	113.4	9.2		
영업이익	73.7	45.6	61.7	1.0	7,535.0	75.0	-1.7
당기순이익	51.7	34.0	52.1	-2.8	흑전	54.0	-4.3

자료: 한화손해보험, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	4,100원
이론주가	4,141원
2021년 BPS	14,877원
적정 PBR	0.28배
PBR Discount	-55.0%
이론 PBR	0.68배
2021년 ROE	6.4%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	11.0%
Beta	1.25
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

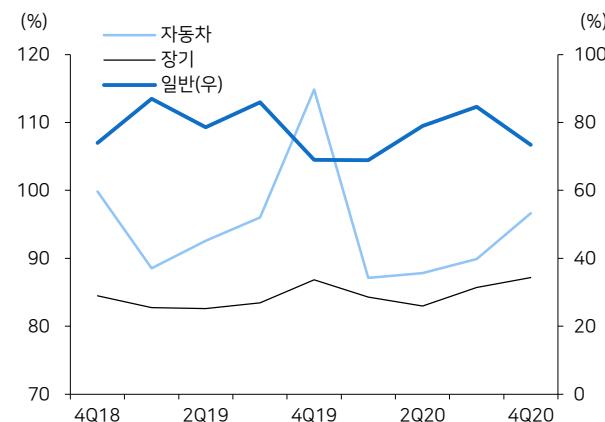
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	59.1	69.8	118.3	121.2	100.2	73.6
EPS (원)	436	506	1,013.7	1,037.8	132.5	105.1
BPS(원)	14,163	14,803	13,802	14,877	-2.5	0.5
ROE (%)	3.3	3.5	6.7	6.4	3.4	2.9

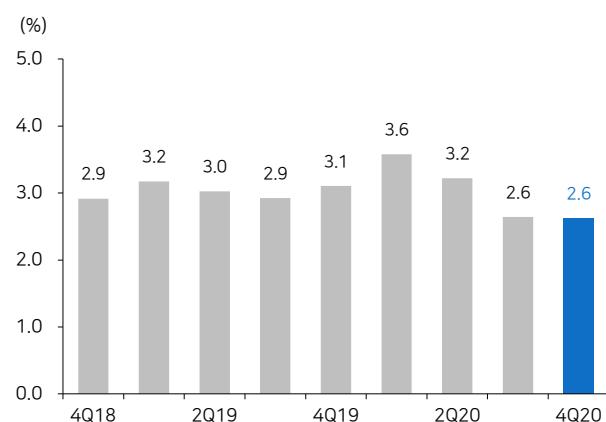
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림44 경과손해율 추이



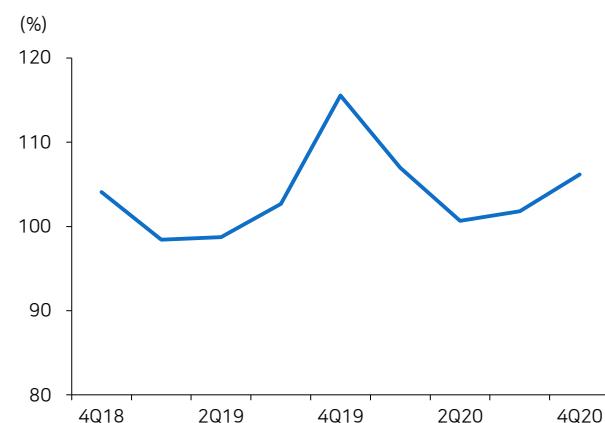
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림45 투자영업이익률 추이



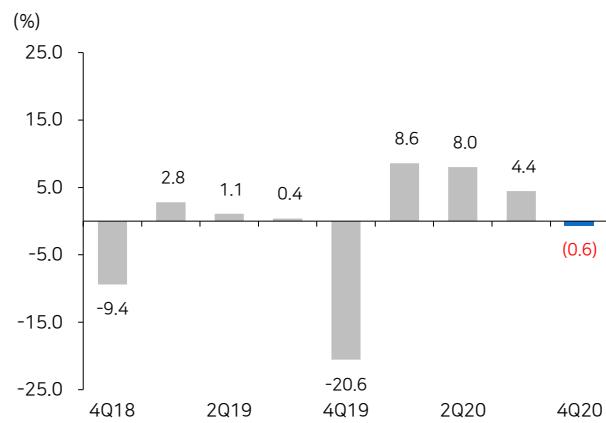
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림46 장기위험손해율 추이



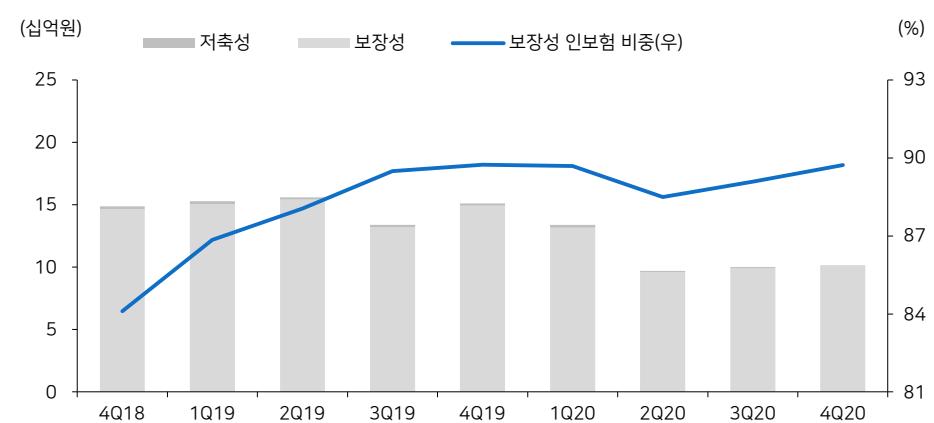
자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림47 ROE



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림48 장기보험 신계약 추이



자료: 한화손해보험, 메리츠증권 리서치센터

## 한화손해보험 (000370)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
원수보험료	5,964.8	5,975.5	6,600.0	6,565.6	6,775.6
일반	531.6	443.5	654.9	676.6	699.4
자동차	861.5	813.9	838.9	866.4	895.3
장기	4,571.7	4,718.2	5,106.2	5,022.6	5,180.9
보유보험료	4,578.3	4,843.2	5,179.1	5,150.4	5,351.4
경과보험료	4,567.1	4,780.7	5,132.3	5,107.8	5,304.6
일반	224.8	213.4	302.7	313.5	331.5
자동차	580.3	593.7	580.5	608.7	631.8
장기	3,762.0	3,973.6	4,249.2	4,185.5	4,341.3
경과손해액	3,903.5	4,082.6	4,361.4	4,364.4	4,540.2
일반	177.6	163.2	235.6	243.1	257.5
자동차	568.9	536.9	511.2	552.2	571.3
장기	3,157.1	3,382.5	3,614.6	3,569.1	3,711.4
순사업비	1,199.5	1,073.9	1,095.8	1,098.9	1,143.4
보험영업이익	-538.5	-378.2	-324.9	-355.5	-379.0
투자영업이익	465.1	505.9	499.4	534.0	571.5
영업이익	-73.4	127.7	174.4	178.6	192.6
영업외손익	-13.2	-15.9	-12.9	-13.2	-14.0
세전순이익	-86.7	111.8	161.6	165.4	178.5
법인세비용	-29.3	23.4	43.2	44.2	47.8
당기순이익	-61.0	88.4	118.3	121.2	130.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	18,209.8	19,479.1	20,917.0	22,360.3	23,881.7
운용자산	15,723.9	17,285.4	18,634.2	19,984.9	21,409.8
현예금 및 예치금	582.0	352.2	379.6	407.2	436.2
유가증권	9,504.7	11,416.5	12,307.3	13,199.4	14,140.6
주식	179.5	233.9	252.1	270.4	289.7
채권	929.6	5,193.8	5,599.1	6,004.9	6,433.1
대출채권	5,059.3	4,934.7	5,319.7	5,705.3	6,112.1
부동산	512.6	515.3	555.5	595.8	638.3
비운용자산	2,480.5	2,188.0	2,276.8	2,369.3	2,465.5
특별계정자산	5.4	5.7	5.9	6.2	6.4
부채총계	16,783.9	17,771.9	19,086.5	20,404.4	21,771.7
보험계약준비금	15,401.6	16,562.0	17,827.8	19,094.5	20,408.6
책임준비금	15,401.6	16,562.0	17,827.8	19,094.5	20,408.6
기타부채	1,376.6	1,203.9	1,252.8	1,303.7	1,356.6
특별계정부채	5.7	6.0	5.9	6.2	6.4
자본총계	1,425.9	1,707.2	1,830.5	1,955.9	2,110.1
자본금	583.7	583.7	583.7	583.7	583.7
자본잉여금	67.8	67.8	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	372.3	449.3	572.5	698.0	852.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	182.9	387.3	387.3	387.3	387.3

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
경과손해율	85.5	85.4	85.0	85.4	85.6
일반	79.0	76.5	77.8	77.5	77.7
자동차	98.0	90.4	88.1	90.7	90.4
장기	83.9	85.1	85.1	85.3	85.5
사업비율	26.3	22.5	21.4	21.5	21.6
합산비율	111.7	107.9	106.3	107.0	107.1
투자영업이익률	3.1	3.1	2.8	2.8	2.8
<b>성장성</b>					
총자산	8.9	7.0	7.4	6.9	6.8
운용자산	8.1	9.9	7.8	7.2	7.1
자기자본	0.6	19.7	7.2	6.9	7.9
원수보험료	6.5	0.2	10.5	-0.5	3.2
경과보험료	5.2	4.7	7.4	-0.5	3.9
순이익	적전	흑전	33.9	2.4	7.9

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-522	757	1,014	1,038	1,120
BPS	10,337	12,747	13,802	14,877	16,198
DPS	0	0	152	156	168
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	-5.4	5.1	4.4	4.3	3.9
PBR	0.23	0.26	0.28	0.26	0.24
<b>수익성</b>					
ROE	-4.3	5.6	6.7	6.4	6.4
ROA	-0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>배당지표</b>					
배당성향	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
배당수익률	0.0	0.0	3.4	3.5	3.8
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	1,277	1,141	1,143	1,143	1,132
보유보험료/자기자본	321	284	283	263	254

## 삼성생명 (032830)

Buy, TP 101,000원

1Q21E 순이익(연결) 7,276억원(-40.9% QoQ, +30,921% YoY)으로 추정한다. 삼성전자 특별배당 8,000억원 유입되나 분기별 유배당 계약자 손실 규모로 인해 일부는 2분기 이후에 인식될 예정이다. 최근 금리 상황을 반영해도 연간 유배당 계약 손실이 8,000억원 이상으로 추정되기 때문에 연간 기준으로는 전부 투자이익으로 인식될 전망이다. COVID-19 장기화로 위험손해율 안정화되어 사차이익 약 2,500억원 추정한다.

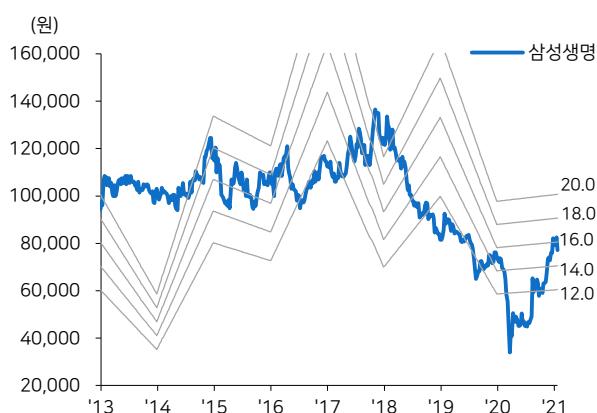
투자의견 Buy 및 적정주가 101,000원을 유지한다. 금리 상승에 따른 보유계약 가치 증가 기대할 수 있으며 전자 지분 가치 변화에 따라 자기자본 규모에 영향이 있다. 전자 지분 가치 10% 증가 하는 경우 동사의 자기자본은 3~4% 증가하는 구조다. 향후 삼성그룹 상속, 지배구조 개편 등 모멘텀 남아있다. 다만, 즉시연금 관련 이슈로 충당금 발생할 수 있다.

표3 삼성생명 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-88.0	-311.9	N/A	180.1	N/A	-	-
투자손익	2,424.5	2,752.0	-11.9	1,156.0	109.7	-	-
책임준비금전입액	1,638.7	2,455.8	-33.3	1,167.0	40.4	-	-
영업외손익	341.7	339.6	0.6	247.1	38.3	-	-
당기순이익	727.6	229.9	216.4	270.7	168.8	764.1	-4.8

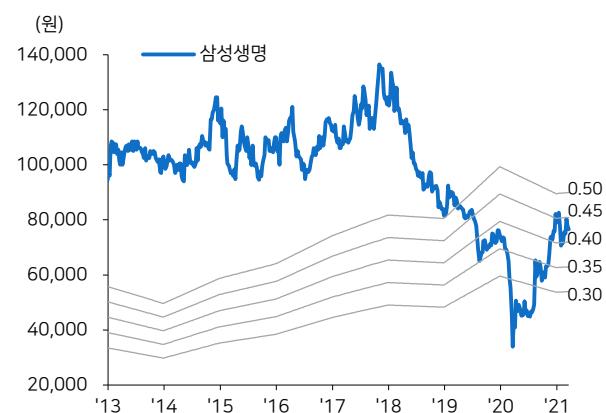
자료: 삼성생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림49 삼성생명 PER 밴드



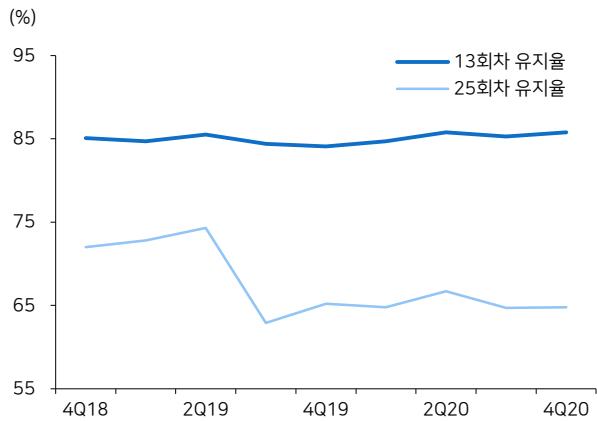
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림50 삼성생명 PBR 밴드



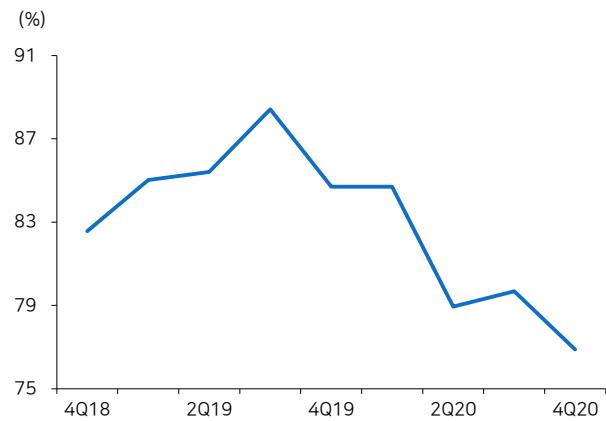
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림51 13회차·25회차 유지율 추이



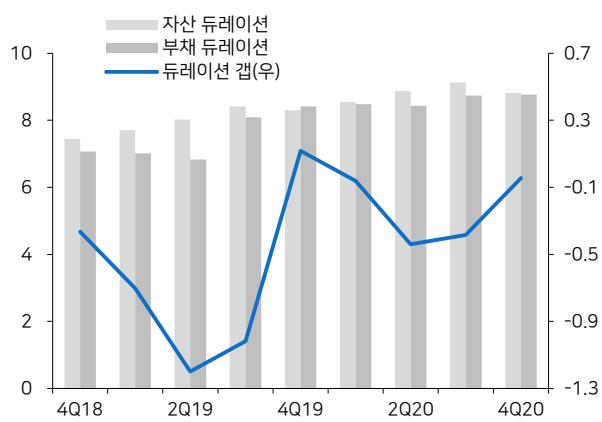
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림52 위험손해율 추이



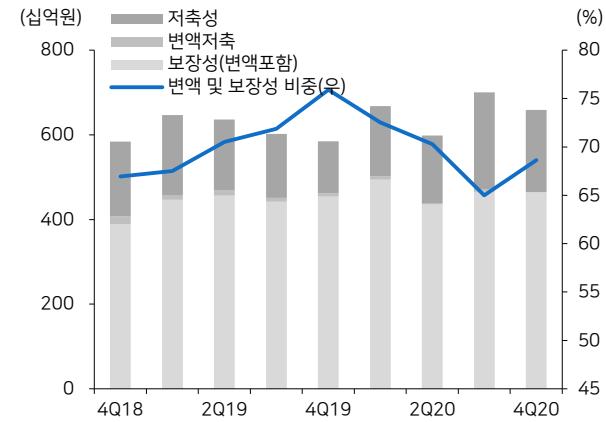
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림53 자산 부채 드레이션



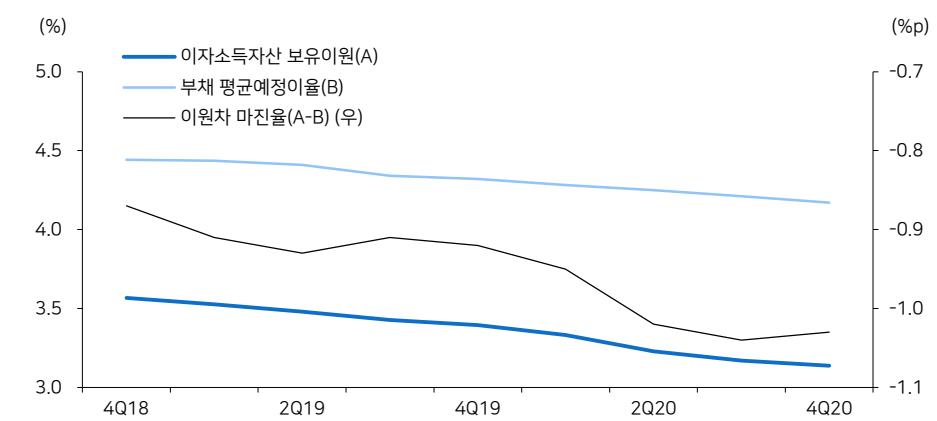
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림54 신계약 상품별 APE



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림55 이원차마진 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성생명 (032830)

## Income Statement(연결)

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-1,939.3	159.2	-121.6	-430.0	-549.9
보험영업수익	16,590.9	18,193.8	18,311.7	18,039.9	17,968.5
보험료수익	16,201.1	17,740.1	17,826.3	17,553.4	17,482.0
재보험수익	389.9	453.7	485.3	486.5	486.5
보험영업비용	18,530.2	18,034.6	18,433.3	18,469.9	18,518.4
지급보험금	14,467.4	14,049.5	14,265.1	14,671.5	14,855.7
재보험비용	443.6	530.2	558.6	578.8	586.9
사업비	2,176.3	2,149.7	2,328.5	1,958.6	1,819.9
신계약상각비	1,441.5	1,303.0	1,278.8	1,258.6	1,253.4
할인료	1.4	2.2	2.3	2.4	2.4
투자손익	7,895.2	7,300.5	8,020.2	7,781.0	7,747.8
책임준비금전입액	6,003.8	6,917.1	6,949.8	6,830.4	6,796.9
영업이익	-47.9	542.5	948.8	520.6	401.0
영업외손익	1,474.7	1,272.1	1,363.5	1,406.5	1,556.7
세전순이익	1,426.8	1,814.7	2,312.3	1,927.1	1,957.7
법인세비용	375.1	444.2	618.5	515.5	523.7
당기순이익	1,051.7	1,370.5	1,693.7	1,411.6	1,434.0
지배주주	977.4	1,265.8	1,618.4	1,348.7	1,370.2
비지배주주	74.3	104.7	75.4	62.8	63.8

## Balance Sheet(연결)

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	312,762	336,569	350,158	363,329	377,284
운용자산	255,459	274,507	281,104	288,469	295,688
현예금 및 예치금	6,537	4,972	4,886	5,025	5,163
유가증권	172,379	188,268	191,697	196,812	201,719
주식	33,235	45,447	38,803	39,470	40,411
채권	114,625	115,325	123,392	126,934	130,162
대출채권	68,891	73,741	76,322	78,190	80,151
부동산	7,652	7,525	8,199	8,442	8,655
비운용자산	7,508	7,394	7,260	7,172	7,089
특별계정자산	49,795	54,669	61,795	67,687	74,507
<b>부채총계</b>	<b>275,446</b>	<b>292,957</b>	<b>304,865</b>	<b>317,190</b>	<b>330,429</b>
책임준비금	180,493	187,954	194,904	201,734	208,531
계약자자본조정	11,528	15,158	15,158	15,158	15,158
기타부채	30,281	33,618	33,009	32,610	32,233
특별계정부채	53,144	56,226	61,795	67,687	74,507
<b>자본총계</b>	<b>37,316</b>	<b>43,613</b>	<b>45,293</b>	<b>46,139</b>	<b>46,855</b>
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	16,049	16,823	17,923	18,769	19,485
자본조정/기타포괄손익누계	19,392	24,848	25,429	25,429	25,429
비지배주주지분	1,649	1,716	1,716	1,716	1,716

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	87.2	77.2	77.9	81.3	82.7
위험손해율	85.9	80.0	78.3	78.2	78.2
사업비율	22.3	19.5	20.2	18.3	17.6
투자수익률	3.2	2.8	2.9	2.7	2.7
<b>성장성</b>					
총자산	8.1	7.6	4.0	3.8	3.8
운용자산	8.2	7.5	2.4	2.6	2.5
특별계정자산	8.4	9.8	13.0	9.5	10.1
자기자본	22.3	16.9	3.9	1.9	1.6
수입보험료	0.7	9.7	0.6	-1.5	-0.4
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-8.1	-7.5	9.9	-3.0	-0.4
책임준비금전입액	-6.9	15.2	0.5	-1.7	-0.5
순이익	-39.3	30.3	23.6	-16.7	1.6

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	5,443	7,049	9,012	7,511	7,630
BPS	198,619	233,310	242,668	247,378	251,366
DPS	2,650	2,500	3,301	3,144	3,993
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	13.7	11.2	8.4	10.1	10.0
PBR	0.38	0.34	0.31	0.31	0.30
<b>수익성</b>					
ROE	3.1	3.4	3.8	3.1	3.1
ROA	0.6	0.3	0.4	0.5	0.4
<b>배당지표</b>					
배당성향	45.2	32.8	35.0	40.0	50.0
배당수익률	3.6	3.2	4.3	4.1	5.3
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	8.4	7.7	7.7	7.9	8.1
보험료수입/총부채	6.0	6.2	6.0	5.7	5.4

## 미래에셋생명 (085620)

Buy, TP 4,800원

1Q21E 별도 기준 순이익 264억원(흑전 QoQ, -12.7% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화로 사차이익 2,000억원을 전망한다. 지난해 이후 글로벌 주식 시장 호조가 이어지며 동사의 변액 저축 판매 규모 및 비중이 급격히 개선되고 있다. 19년 대비 20년 변액저축 APE는 77% 성장했으며 변액 잔고는 15.8% 증가했다. 수익률 호조로 13회차 등 단기 유지율이 소폭 하락하고 있으나 중장기 Fee biz 잔고 및 수수료 수입 증가 추세 이어질 전망이다.

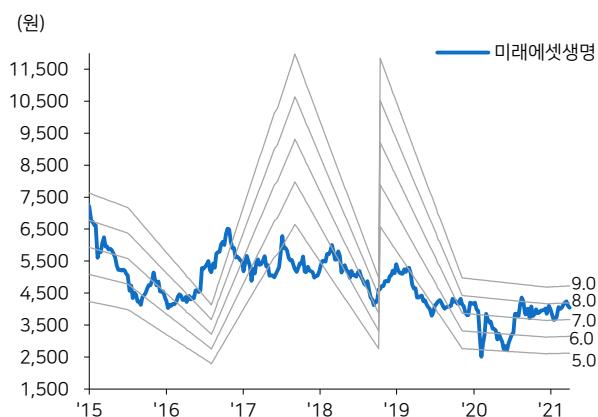
투자의견 Buy 및 적정주가를 4,800원을 유지한다. 전통적인 생명보험사와 다른 사업 모델로 성장하고 있다. 위험자산을 선호하는 최근의 자산 시장 변화는 동사에 긍정적으로 작용된다. 변액 보험 경쟁력 이어지고 있으나 변액종신 비중이 크지 않아 금리 상승 및 주식시장 호조에 따른 보증준비금 환입 민감도는 타사 대비 적다. 변액에 특화되어 있는 동사의 특성상 제판분리로 인한 채널 경쟁력 확보가 용이하다고 판단한다.

표4 미래에셋생명 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-178.1	-208.7	N/A	-171.3	N/A		
투자손익	153.5	188.4	-18.5	119.2	28.8		
책임준비금전입	40.7	17.5	133.1	49.4	-17.6		
영업외손익	101.4	78.1	29.9	89.6	13.2		
당기순이익	26.4	30.3	-12.7	-9.8	흑전	27.0	-2.1

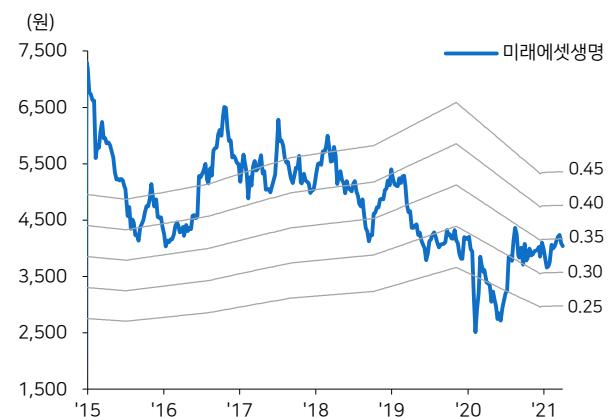
자료: 미래에셋생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

그림56 미래에셋생명 PER 밴드



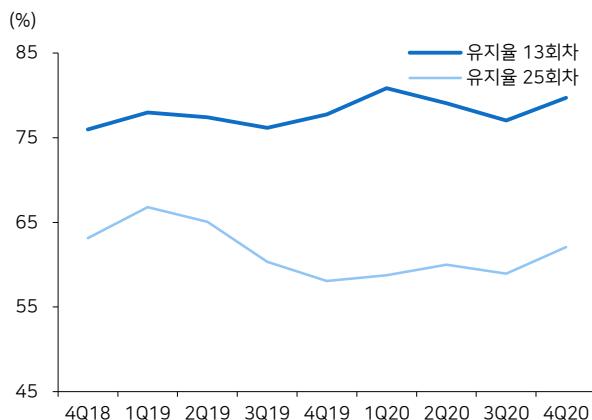
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림57 미래에셋생명 PBR 밴드



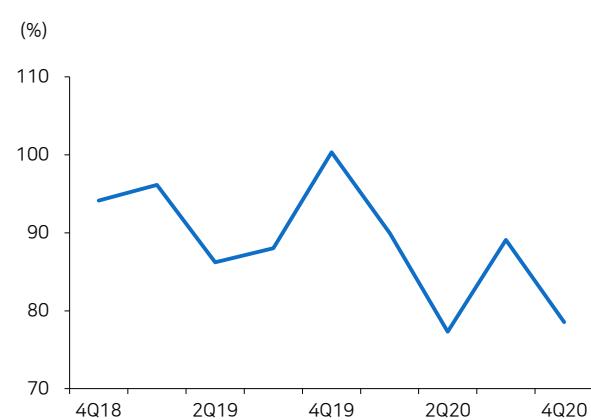
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림58 13회차·25회차 유지율 추이



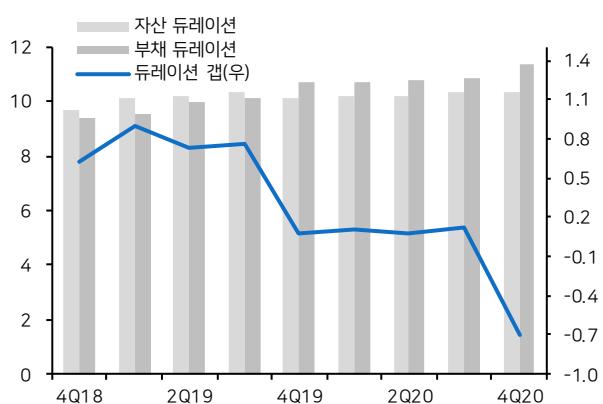
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림59 위험손해율 추이



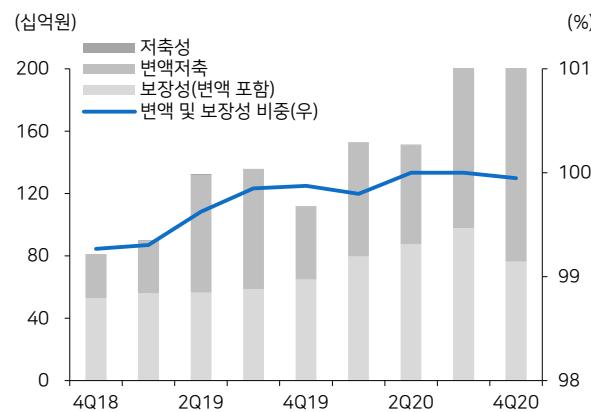
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림60 자산 부채 드레이션



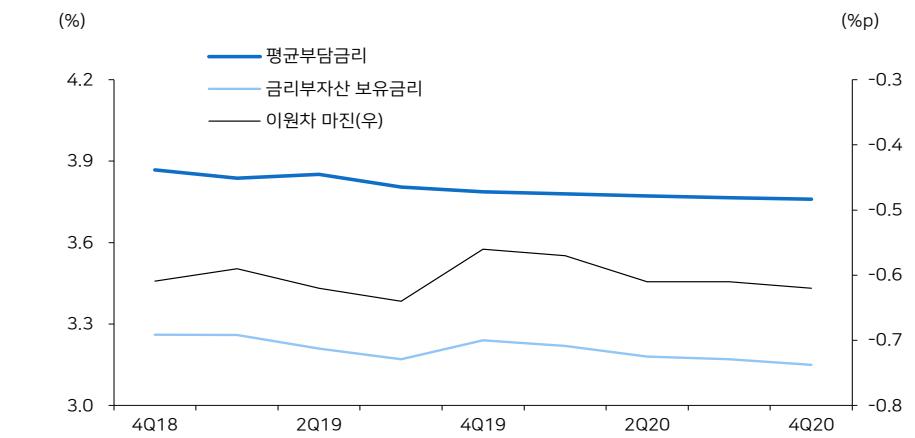
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림61 신계약 상품별 APE



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

그림62 이원차마진 추이



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

## 미래에셋생명 (085620)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-561.8	-711.3	-716.3	-747.3	-746.4
보험영업수익	2,011.9	1,924.1	1,905.2	1,893.8	1,943.6
보험료수익	1,858.9	1,790.6	1,781.3	1,773.0	1,820.2
재보험수익	153.0	133.6	123.9	120.8	123.4
보험영업비용	2,573.8	2,635.4	2,621.5	2,641.0	2,690.0
지급보험금	1,825.1	1,886.6	1,890.8	1,915.9	1,941.7
재보험비용	164.6	136.6	127.9	126.4	127.3
사업비	354.1	395.9	394.5	391.6	408.4
신계약상각비	229.2	215.3	207.2	206.1	211.6
할인료	0.6	1.0	1.0	1.1	1.1
투자손익	628.3	611.5	562.4	564.3	560.5
책임준비금전입액	274.0	108.8	130.4	128.5	148.0
영업이익	-207.6	-208.6	-284.2	-311.5	-333.8
영업외손익	338.4	332.5	443.8	481.2	521.8
세전순이익	130.9	123.9	159.5	169.7	188.0
법인세비용	30.8	31.9	42.7	45.4	50.3
당기순이익	100.0	92.1	116.9	124.3	137.7

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	37,514.0	40,072.0	42,603.9	45,642.5	49,077.5
운용자산	20,797.6	20,771.2	19,815.3	19,873.1	19,929.9
현예금 및 예치금	364.4	296.7	212.1	212.9	213.8
유가증권	16,927.4	16,973.5	16,246.6	16,294.8	16,341.0
주식	205.2	263.6	243.3	243.1	243.7
채권	11,061.2	10,844.1	10,542.1	10,576.1	10,607.1
대출채권	3,414.5	3,409.9	3,265.4	3,273.7	3,283.1
부동산	79.1	80.3	80.6	81.0	81.3
비운용자산	1,288.1	1,452.0	1,696.7	2,030.2	2,428.9
특별계정자산	15,428.3	17,848.8	21,092.0	23,739.2	26,718.7
부채총계	35,590.8	38,262.1	40,870.9	43,819.0	47,152.5
책임준비금	18,571.6	18,680.3	18,810.7	18,939.2	19,087.2
계약자지분조정	109.1	91.6	91.6	91.6	91.6
기타부채	730.4	750.2	876.6	1,049.0	1,255.0
특별계정부채	16,179.7	18,740.0	21,092.0	23,739.2	26,718.7
자본총계	2,333.3	2,284.2	1,733.0	1,823.5	1,925.0
자본금	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	181.4	181.4	181.4	181.4	181.4
이익잉여금	645.6	699.2	148.1	238.5	340.0
자본조정/기타포괄손익누계	515.5	412.8	412.8	412.8	412.8

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	90.7	98.0	99.2	101.2	99.9
위험손해율	92.7	83.7	85.8	85.1	84.9
사업비율	29.0	31.8	31.6	31.6	31.9
투자수익률	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
<b>성장성</b>					
총자산	9.4	6.8	6.3	7.1	7.5
운용자산	4.3	-0.1	-4.6	0.3	0.3
특별계정자산	17.4	15.7	18.2	12.6	12.6
자기자본	13.7	-2.1	-24.1	5.2	5.6
수입보험료	-6.9	-4.4	-1.0	-0.6	2.6
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	2.7	-2.7	-8.0	0.3	-0.7
책임준비금전입액	-26.8	-60.3	19.9	-1.5	15.2
순이익	33.5	-7.9	26.9	6.4	10.7

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	614	578	763	819	919
BPS	14,683	14,865	10,736	11,414	12,174
DPS	170	100	132	141	159
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	6.7	6.7	5.3	4.9	4.4
PBR	0.28	0.26	0.38	0.35	0.33
<b>수익성</b>					
ROE	4.5	3.8	6.0	7.4	7.8
ROA	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>배당지표</b>					
배당성향	27.7	17.3	17.3	17.3	17.3
배당수익률	4.1	2.6	3.3	3.5	3.9
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	16.1	17.5	24.6	25.0	25.5
보험료수입/총부채	5.7	5.0	4.7	4.3	4.1

## 한화생명 (088350)

Hold, TP 3,000원

1Q21E 순이익 1,406억원(흑전 QoQ, +194.0% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화로 사고보험금 청구 감소하고 대면 판매 둔화되어 사차 및 비차가 모두 개선될 전망이다. 지난해 예정이율 인하와 일시납 판매 등에 대한 기저효과로 수입보험료는 소폭 감소할 수 있다. 전년 동기 대비 매각익 규모는 감소하나 금리 상승 및 주식시장 안정화 이어지고 있어 변액보증준비금 적립이 없는 점이 실적 호조의 주요 요인이다.

투자의견 Hold 유지하고 적정주가를 3,000원으로 20.0% 상향 조정한다. COVID-19 장기화로 위험손해율이 하락하고 있어 21E EPS 및 ROE를 9.5%, 0.4%p 상향 조정했다. 금리 상승에 민감한 동사의 특성상 향후 장기 금리 추이에 따라 이익 개선이 지속될 수 있다. 다만, LAT 강화, IFRS71 및 K-ICS 도입에 대비하기 위해 배당성향을 크게 늘리기 어려워 업종 내 시가배당수익률은 낮게 추정된다.

표5 한화생명 1Q21E Preview

(실현률)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-165.0	-303.0	N/A	-238.4	N/A		
투자손익	866.2	1,052.6	-17.7	845.6	2.4		
책임준비금전입	685.8	947.1	-27.6	860.8	-20.3		
영업외손익	175.9	261.2	-32.7	173.4	1.4		
당기순이익	140.6	47.8	194.0	-44.4	흑전	117.7	19.5

자료: 한화생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표6 Valuation table

적정주가	3,000원
이론주가	2,849원
2021년 BPS	13,515원
적정 PBR	0.21배
PBR Discount	-45%
이론 PBR	0.38배
2021년 ROE	2.4%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	7.9%
Beta	0.84
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

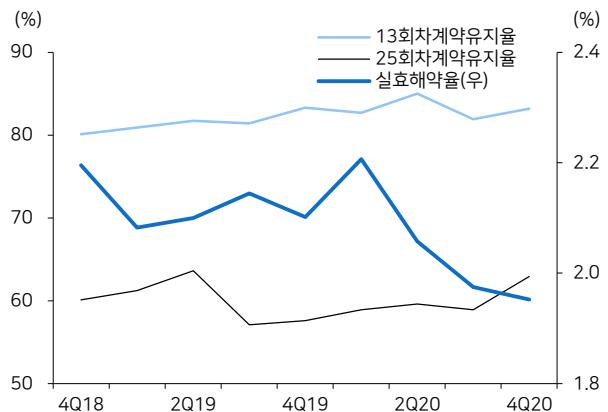
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 실적 추정 변경

(실현률)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	287.4	288.2	315.2	296.7	9.7	3.0
EPS (원)	383	384	419	395	9.5	2.8
BPS(원)	14,682	14,892	13,515	13,768	-7.9	-7.6
ROE (%)	2.0	1.9	2.4	2.2	0.4	0.3

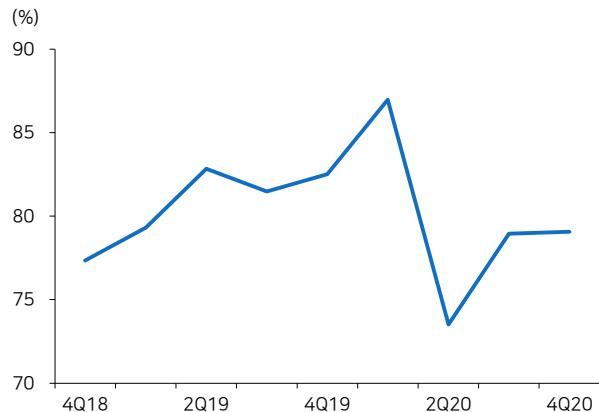
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림63 유지율 및 해약율 추이



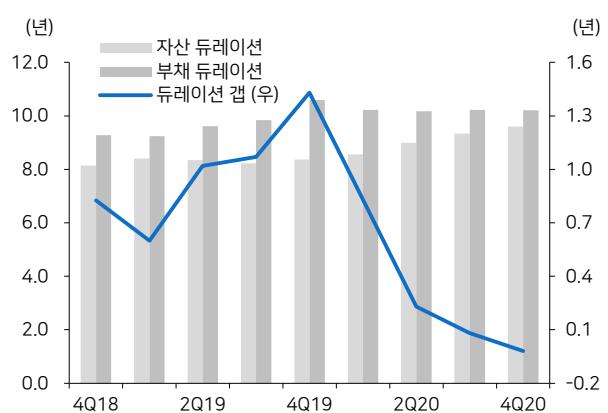
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림64 위험손해율 추이



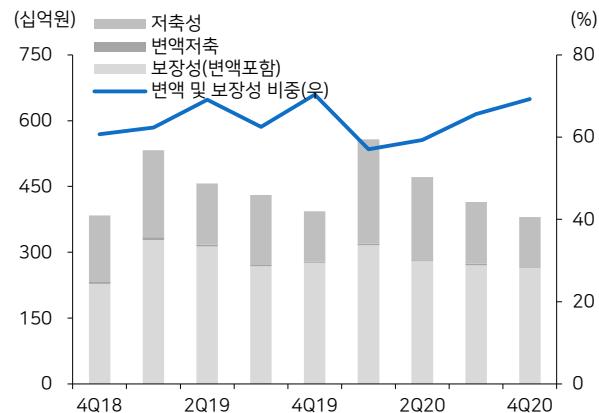
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림65 자산 부채 드레이션



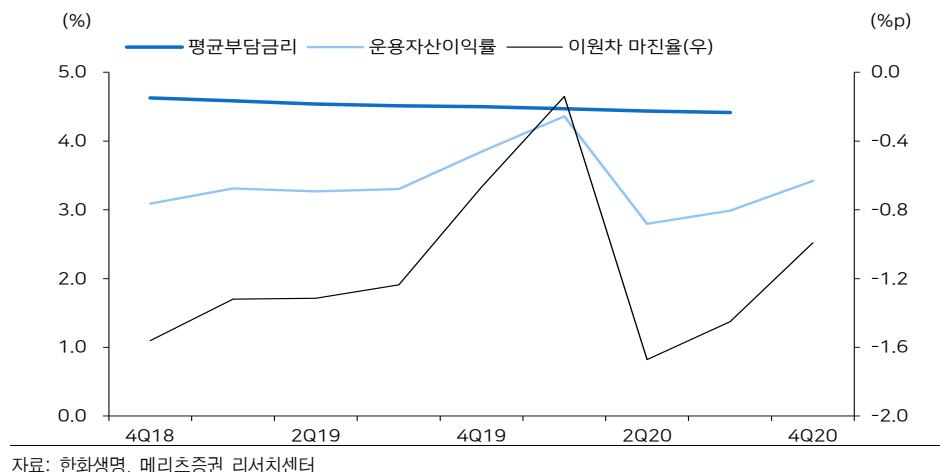
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림66 신계약 상품별 APE



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림67 이원차마진 추이



## 한화생명 (088350)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	-628.2	-544.7	-557.4	-400.5	-240.1
보험영업수익	9,621.6	10,232.4	9,860.0	10,110.0	10,362.3
보험료수익	9,459.1	10,058.2	9,689.2	9,934.2	10,182.0
재보험수익	162.5	174.1	170.9	175.8	180.3
보험영업비용	10,249.9	10,777.1	10,417.4	10,510.5	10,602.4
지급보험금	8,007.1	8,467.2	8,159.1	8,192.0	8,231.3
재보험비용	170.6	184.4	183.4	184.8	185.8
사업비	1,220.6	1,240.5	1,203.6	1,238.6	1,267.7
신계약상각비	849.1	882.7	869.1	892.9	915.3
할인료	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
투자손익	3,161.8	3,328.2	3,192.4	3,262.4	3,259.5
책임준비금전입액	3,363.5	3,393.8	2,921.8	3,188.8	3,320.3
영업이익	-829.9	-610.3	-286.8	-326.9	-300.9
영업외손익	942.8	851.5	715.6	730.6	737.0
세전순이익	112.9	241.2	428.8	403.7	436.1
법인세비용	-1.7	44.3	113.6	107.0	115.6
당기순이익	114.6	196.9	315.2	296.7	320.6

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	121,757	127,530	133,561	139,736	146,243
운용자산	96,461	98,557	100,794	103,468	106,106
현예금 및 예치금	846	610	661	673	689
유가증권	69,749	71,872	73,075	75,047	76,961
주식	1,781	2,267	2,306	2,363	2,421
채권	30,243	36,262	35,433	36,200	37,082
대출채권	22,372	22,696	26,980	29,111	29,747
부동산	3,495	3,406	3,510	3,608	3,701
비운용자산	3,176	3,660	4,453	5,687	7,252
특별계정자산	22,119	25,313	28,315	30,581	32,884
부채총계	109,699	115,525	121,349	127,335	133,631
책임준비금	83,609	87,005	89,926	93,115	96,435
계약자자본조정	1,196	1,195	1,195	1,195	1,195
기타부채	1,909	1,572	1,913	2,443	3,116
특별계정부채	22,985	25,752	28,315	30,581	32,884
자본총계	12,058	12,005	12,211	12,401	12,612
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,311	3,389	3,595	3,785	3,996
자본조정/기타포괄손익누계	1,863	1,732	1,732	1,732	1,732

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	83.2	82.7	82.7	81.0	79.4
위험손해율	81.5	79.8	76.7	77.7	77.5
사업비율	21.5	20.7	21.0	21.1	21.1
투자수익률	3.4	3.4	3.1	3.1	3.0
<b>성장성</b>					
총자산	6.5	4.7	4.7	4.6	4.7
운용자산	7.5	2.2	2.3	2.7	2.5
특별계정자산	3.1	14.4	11.9	8.0	7.5
자기자본	22.3	-0.4	1.7	1.6	1.7
수입보험료	2.5	6.3	-3.6	2.5	2.5
보험손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
투자손익	-0.1	5.3	-4.1	2.2	-0.1
책임준비금전입액	12.6	0.9	-13.9	9.1	4.1
순이익	-68.1	71.8	60.1	-5.8	8.0

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	153	262	419	395	427
BPS	13,311	13,241	13,515	13,768	14,048
DPS	30	30	48	45	49
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	15.1	9.3	7.7	8.2	7.6
PBR	0.17	0.18	0.24	0.23	0.23
<b>수익성</b>					
ROE	0.5	1.2	2.4	2.2	2.4
ROA	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>배당지표</b>					
배당성향	20.0	11.4	11.4	11.4	11.4
배당수익률	1.3	1.2	1.5	1.4	1.5
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	10.1	10.6	10.9	11.3	11.6
보험료수입/총부채	8.8	8.9	8.1	7.9	7.8

## 동양생명 (082640)

Hold, TP 4,800원

1Q20E 순이익 678억원(+228.0% QoQ, +6.6% YoY)으로 추정한다. COVID-19 장기화로 위험손해율이 하락하고 비차이익이 개선될 전망이다. 대면 판매가 어려워 신계약 판매가 둔화되고 지난해 나타난 방카슈랑스를 통한 일시납 판매도 감소하는 추세다. 주식시장 호조로 관련 처분의 일부 시현했으며 보유한 우리은행 지분의 배당금으로 운용수익률 3.4%를 가정했다.

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 4,800원으로 14.3% 상향 조정한다. 방카슈랑스 및 보장성 신계약 판매 둔화되고 있어 비차이익 개선될 가능성이 있다. 21E EPS 8.9%, ROE 0.1%p 상향 조정했다. 동사는 변액 판매 비중 적어 금리 상승에 따른 변액보증준비금 환입에 대한 민감도가 적다. 다만, COVID-19 영향으로 사차 및 비차익이 개선되고 5% 이상의 시가배당률이 추정되어 주가 하방 경직성 확보했다고 판단한다.

표8 동양생명 1Q21E Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	159.3	-115.0	흑전	257.5	-38.1		
투자손익	265.3	293.0	-9.5	245.7	8.0		
책임준비금전입	339.1	105.7	221.0	457.6	-25.9		
영업외손익	7.1	11.8	-40.0	-10.5	-167.3		
당기순이익	67.8	63.6	6.6	20.7	228.0	59.6	13.8

자료: 동양생명, WISEfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	4,800원
이론주가	4,884원
2021년 BPS	18,288원
적정 PBR	0.27배
PBR Discount	-45%
이론 PBR	0.49배
2021년 ROE	4.6%
Growth Rate	-1.0%
Cost of Equity	10.6%
Beta	1.2
Risk Free Rate	1.6%
Risk Premium	7.5%

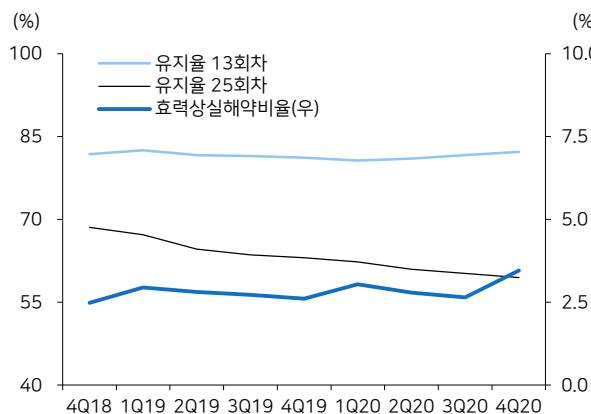
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	120.9	120.9	131.7	125.6	8.9	3.8
EPS (원)	776	776	845	806	8.9	3.8
BPS(원)	17,857	18,439	18,288	18,879	2.4	2.4
ROE (%)	4.5	4.3	4.6	4.0	0.1	-0.3

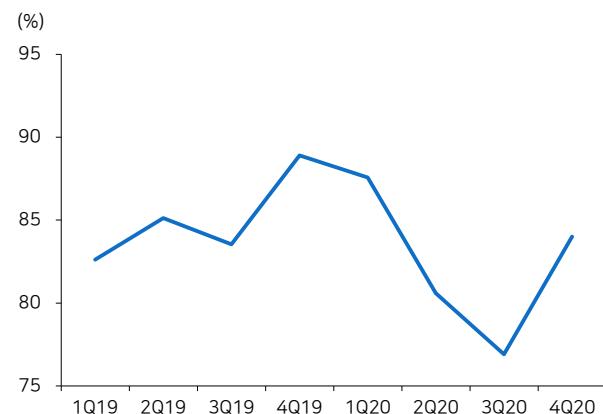
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림68 유지율 및 해약율 추이



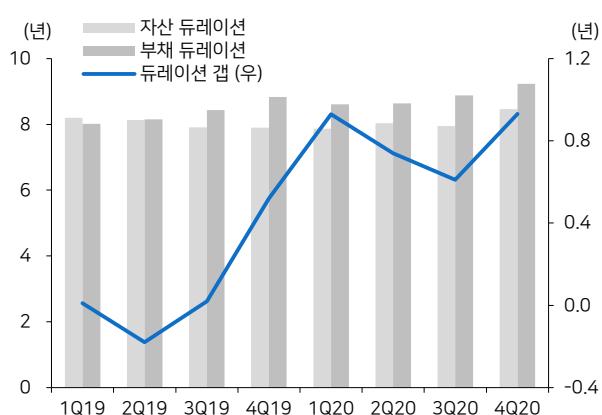
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림69 위험손해율 추이



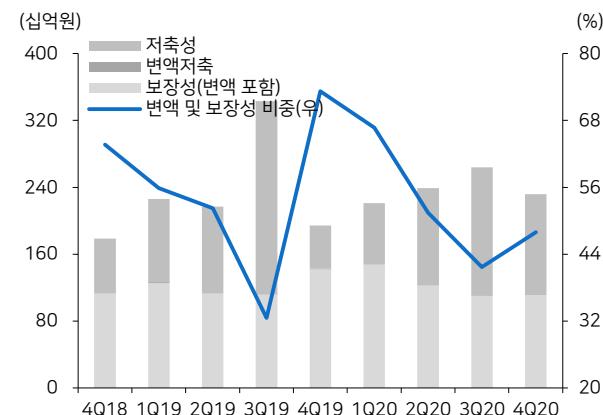
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림70 자산 부채 드레이션



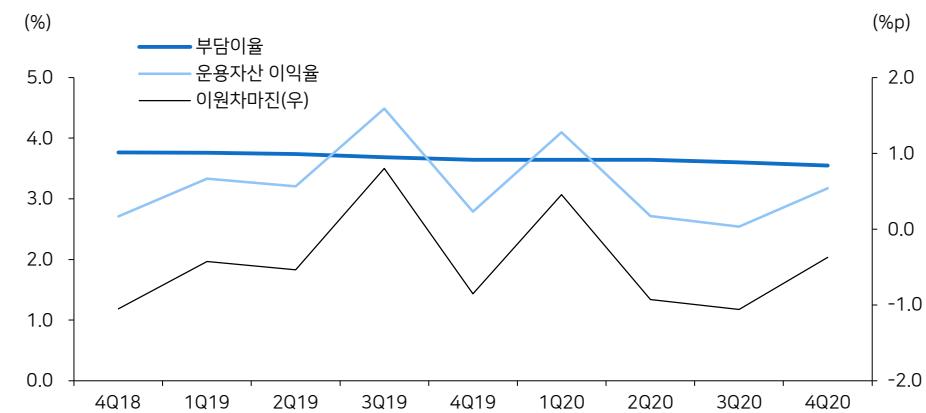
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림71 신계약 상품별 APE



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림72 이원차마진 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

## 동양생명 (082640)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
보험손익	260.7	447.4	534.8	531.2	508.2
보험영업수익	4,594.2	4,982.4	4,959.0	5,140.9	5,269.7
보험료수익	4,526.4	4,910.9	4,889.9	5,069.8	5,196.9
재보험수익	67.8	71.5	69.2	71.1	72.8
보험영업비용	4,333.6	4,534.9	4,424.2	4,609.7	4,761.5
지급보험금	3,500.1	3,706.9	3,668.1	3,823.8	3,955.2
재보험비용	73.1	77.0	77.0	80.5	83.3
사업비	391.3	373.1	329.4	342.1	350.7
신계약상각비	367.4	367.1	339.9	353.7	362.7
할인료	1.8	10.8	9.9	9.6	9.6
투자손익	967.9	934.3	980.2	975.5	1,016.0
책임준비금전입액	1,069.8	1,226.4	1,365.5	1,365.6	1,351.6
영업이익	158.8	155.4	149.5	141.0	172.6
영업외손익	37.3	21.3	30.2	30.4	30.5
세전순이익	196.1	176.6	179.8	171.4	203.1
법인세비용	46.6	48.1	48.1	45.8	54.3
당기순이익	149.5	128.6	131.7	125.6	148.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산총계	33,948.0	36,253.0	37,897.4	39,599.2	41,352.3
운용자산	29,233.1	31,122.5	32,445.9	33,795.9	35,125.8
현예금 및 예치금	1,208.6	418.7	752.9	792.1	829.0
유가증권	21,431.8	22,932.3	23,895.7	24,895.3	25,871.1
주식	449.0	638.0	594.4	610.4	631.6
채권	11,497.0	12,027.7	12,417.2	12,963.3	13,482.6
대출채권	6,265.6	7,447.6	7,452.5	7,748.3	8,051.2
부동산	327.1	323.8	344.7	360.1	374.5
비운용자산	1,333.4	1,414.2	1,647.0	1,979.8	2,383.9
특별계정자산	3,381.5	3,716.3	3,804.5	3,823.5	3,842.6
부채총계	31,348.8	33,160.5	34,702.4	36,312.1	37,956.1
책임준비금	27,154.0	28,390.6	29,756.0	31,121.7	32,473.3
계약자지분조정	24.1	27.9	27.9	27.9	27.9
기타부채	796.0	956.5	1,113.9	1,339.0	1,612.3
특별계정부채	3,374.7	3,785.6	3,804.5	3,823.5	3,842.6
자본총계	2,599.2	3,092.5	3,195.0	3,287.1	3,396.2
자본금	806.8	806.8	806.8	806.8	806.8
자본잉여금	463.7	463.7	463.7	463.7	463.7
이익잉여금	1,023.3	1,111.4	1,208.0	1,300.1	1,409.2
자본조정/기타포괄손익누계	305.4	366.0	250.3	250.3	250.3

## Key Financial Data I

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>수익성</b>					
보험금지급율	76.2	74.4	74.0	74.4	75.1
위험손해율	85.0	82.3	82.3	82.4	82.2
사업비율	16.5	14.9	13.5	13.5	13.5
투자수익률	3.4	3.1	3.1	2.9	2.9
<b>성장성</b>					
총자산	6.6	6.8	4.5	4.5	4.4
운용자산	5.4	6.5	4.3	4.2	3.9
특별계정자산	18.2	9.9	2.4	0.5	0.5
자기자본	16.3	19.0	3.3	2.9	3.3
수입보험료	6.2	8.4	-0.5	3.7	2.5
보험손익	-67.2	71.7	19.5	-0.7	-4.3
투자손익	23.6	-3.5	4.9	-0.5	4.2
책임준비금전입액	-32.8	14.6	11.3	0.0	-1.0
순이익	191.3	-14.0	2.4	-4.7	18.5

## Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	959	825	845	806	954
BPS	16,676	17,631	18,288	18,879	19,579
DPS	230	220	225	215	255
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	4.2	4.3	5.2	5.5	4.6
PBR	0.24	0.20	0.24	0.23	0.23
<b>수익성</b>					
ROE	6.5	5.3	4.6	4.0	4.6
ROA	0.2	0.5	0.4	0.4	0.3
<b>배당지표</b>					
배당성향	24.0	26.7	26.7	26.7	26.7
배당수익률	5.7	6.2	5.1	4.8	5.7
<b>안정성</b>					
총자산/자기자본	13.1	11.7	11.9	12.0	12.2
보험료수입/총부채	14.7	15.0	14.3	14.2	13.9

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 본 자료에 언급된 종목 중 메리츠화재와 계열회사의 관계가 있습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.10	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-22.5	-19.7	
2019.05.30	산업분석	Buy	98,000	김고은	-20.9	-14.0	
2019.08.28	산업분석	Buy	84,000	김고은	-15.1	-10.0	
2019.11.19	산업분석	Buy	93,000	김고은	-20.8	-17.6	
2020.01.21	산업브리프	Buy	98,000	김고은	-44.2	-25.2	
2020.04.24	산업브리프	Buy	65,000	김고은	-28.2	-22.0	
2020.07.20	산업브리프	Buy	61,000	김고은	-4.7	17.9	
2020.10.19	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-12.0	-9.9	
2020.10.26	산업브리프	Buy	94,000	김고은	-21.4	-9.7	
2021.01.29	산업브리프	Buy	101,000	김고은	-	-	

### 메리츠화재 (000060) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.10	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-31.6	-19.7	
2019.10.10	산업브리프	Buy	28,000	김고은	-34.8	-30.0	
2020.01.21	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-42.5	-32.1	
2020.04.24	산업브리프	Buy	21,000	김고은	-33.3	-21.7	
2021.01.29	산업브리프	Buy	24,000	김고은	-29.1	-19.2	
2021.04.13	산업분석	Buy	25,000	김고은	-	-	

## 삼성화재 (000810) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.10	산업브리프	Buy	370,000	김고은	-29.6	-16.9	
2019.10.10	산업브리프	Buy	315,000	김고은	-33.1	-19.7	
2020.04.24	산업브리프	Buy	270,000	김고은	-	-	



## DB 손해보험 (005830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

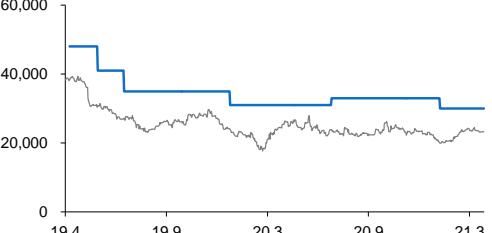
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.10	산업브리프	Buy	87,000	김고은	-24.4	-20.0	
2019.05.30	산업분석	Buy	78,000	김고은	-24.2	-18.3	
2019.07.16	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-25.4	-15.0	
2020.01.21	산업브리프	Buy	65,000	김고은	-40.7	-28.3	
2020.04.24	산업브리프	Buy	62,000	김고은	-25.8	-16.3	
2020.07.20	산업브리프	Buy	70,000	김고은	-35.7	-29.4	
2021.01.29	산업브리프	Buy	64,000	김고은	-	-	



## 현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.10	산업브리프	Buy	48,000	김고은	-26.0	-18.0	
2019.05.30	산업분석	Buy	41,000	김고은	-29.1	-23.3	
2019.07.16	산업브리프	Buy	35,000	김고은	-25.1	-15.1	
2020.01.21	산업브리프	Buy	31,000	김고은	-25.2	-9.8	
2020.07.20	산업브리프	Buy	33,000	김고은	-29.9	-20.6	
2021.01.29	산업브리프	Buy	30,000	김고은	-	-	



## 미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이			
				평균	최고(최저)				
2019.04.10	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-26.3	-14.5	(원)	미래에셋생명	적정주가
2019.08.28	산업분석	Buy	5,500	김고은	-28.4	-20.9			
2020.04.24	산업브리프	Buy	5,000	김고은	-37.6	-26.8			
2020.07.20	산업브리프	Buy	4,300	김고은	-12.5	3.1			
2020.10.19	산업브리프	Buy	4,800	김고은	-	-			

## 한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이			
				평균	최고(최저)				
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	4,600	김고은	-18.7	-12.2	(원)	한화생명	적정주가
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	4,000	김고은	-20.3	-17.0			
2019.07.16	산업브리프	Hold	3,200	김고은	-22.8	-11.1			
2019.08.28	산업분석	Hold	2,750	김고은	-14.7	-2.9			
2020.01.21	산업브리프	Hold	2,500	김고은	-33.4	-11.2			
2020.04.24	산업브리프	Hold	1,900	김고은	-18.3	-5.3			
2020.07.20	산업브리프	Hold	1,700	김고은	-6.7	24.1			
2020.11.20	산업분석	Hold	1,900	김고은	35.8	78.4			
2021.01.29	산업브리프	Hold	2,500	김고은	24.0	38.8			
2021.04.13	산업분석	Hold	3,000	김고은	-	-			

## 동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이			
				평균	최고(최저)				
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-27.4	-20.3	(원)	동양생명	적정주가
2019.07.16	산업브리프	Trading Buy	5,100	김고은	-25.6	-15.8			
2019.08.28	산업분석	Trading Buy	4,400	김고은	-14.0	-9.2			
2019.10.10	산업브리프	Hold	4,400	김고은	-21.2	1.4			
2020.04.24	산업브리프	Hold	3,500	김고은	-13.4	-8.0			
2020.07.20	산업브리프	Hold	3,300	김고은	-5.1	7.4			
2020.11.20	산업분석	Hold	3,700	김고은	2.2	16.5			
2021.01.29	산업브리프	Hold	4,200	김고은	-1.1	8.6			
2021.04.13	산업분석	Hold	4,800	김고은	-	-			

## 한화손해보험 (000370) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

